



CIRANO

Allier savoir et décision

2016RP-07

**Vers une analyse intégrée
des marchés financiers québécois**

*Bryan Campbell, Michel Magnan
Avec la collaboration de Tarshi Zabiullah*

Rapport de projet/Project report

2016RP-07

Vers une analyse intégrée des marchés financiers québécois

Bryan Campbell, Michel Magnan
Avec la collaboration de Tarshi Zabiullah

Rapport de projet
Project report

Montréal
Juin/June 2016

© 2016 Bryan Campbell, Michel Magnan, avec la collaboration de Tarshi Zabiullah. Tous droits réservés. *All rights reserved.* Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.
Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source



Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations

CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act.

Les partenaires du CIRANO

Partenaires corporatifs

Autorité des marchés financiers
Banque de développement du Canada
Banque du Canada
Banque Laurentienne du Canada
Banque Nationale du Canada
Bell Canada
BMO Groupe financier
Caisse de dépôt et placement du Québec
Fédération des caisses Desjardins du Québec
Financière Sun Life, Québec
Gaz Métro
Hydro-Québec
Industrie Canada
Intact
Investissements PSP
Ministère de l'Économie, de l'Innovation et des Exportations
Ministère des Finances du Québec
Power Corporation du Canada
Rio Tinto
Ville de Montréal

Partenaires universitaires

École de technologie supérieure (ÉTS)
École Polytechnique de Montréal
HEC Montréal
Institut national de la recherche scientifique (INRS)
McGill University
Université Concordia
Université de Montréal
Université de Sherbrooke
Université du Québec
Université du Québec à Montréal
Université Laval

Le CIRANO collabore avec de nombreux centres et chaires de recherche universitaires dont on peut consulter la liste sur son site web.

ISSN 1499-8629 (Version en ligne)

Vers une analyse intégrée des marchés financiers québécois

Bryan Campbell^{}, Michel Magnan[†]*

Avec la collaboration de Tarshi Zabiullah[‡]

^{*} CIRANO, Université Concordia.

[†] CIRANO, Université Concordia.

[‡] CIRANO, Université Concordia.

Sommaire exécutif

Le présent rapport se veut un tour d’horizon de l’écosystème financier québécois, le tout évalué dans une perspective nord-américaine. Notre analyse comporte donc deux volets complémentaires. D’une part, nous effectuons un survol de la documentation existante sur les écosystèmes financiers québécois, canadiens et américains, plus particulièrement en ce qui a trait au capital d’investissement, à savoir le capital de risque (*venture capital*) et le capital de développement (*private equity*) (Volet A).¹ D’autre part, nous effectuons une synthèse des commentaires et des remarques de 17 acteurs de l’écosystème financier québécois, principalement des dirigeants de fonds d’investissement (Volet B). Enfin, nous formulons un certain nombre de recommandations (Volet C).

La dynamique d’un écosystème financier repose sur la demande et l’offre de capitaux pour le financement des entreprises. Les entrepreneurs à la tête d’entreprises requérant du financement pour leur croissance dans les marchés local, provincial, national, continental ou international, ou en quête d’une relève, doivent d’abord se positionner quant à leurs objectifs financiers et personnels, à leurs intérêts, à leur appétit et à leur tolérance à l’égard du risque. En outre, une entreprise peut lever des fonds pour mettre en marché une nouvelle technologie ou pour passer à un niveau de complexité supérieur. Tous ces éléments détermineront la demande de financement dans le secteur privé. À cet égard, plusieurs options d’offres de financement existent dans notre économie : financement bancaire sur la base de flux de trésorerie, financement bancaire traditionnel, financement par voie de dette et/ou de capital-actions de la part de fonds de capital de risque ou de fonds de capital de développement ou premier appel public à l’épargne (au Canada, aux États-Unis ou ailleurs).² Chaque option de financement repose sur des institutions ayant leurs propres intérêts et objectifs, lesquels sont déterminés par leurs propriétaires ultimes (caisses de retraite, investisseurs privés de plusieurs sortes, investisseurs institutionnels, banques). De par leurs actions, ces intervenants, ainsi que les gouvernements, façonnent l’écosystème financier d’une société.

Notre revue de la documentation nord-américaine permet de tirer quelques conclusions quant à l’expérience américaine :

¹ Pour les fins du rapport, le capital d’investissement (aussi désigné par le terme *placement privé*) est ici considéré comme activité d’investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres dans les entreprises. Selon le stade de développement de l’entreprise, l’investissement sera alors considéré comme étant en capital de risque (entreprises en démarrage ou dans ses premières phases de croissance) ou en capital de développement. Un lexique des termes utilisés en capital d’investissement est accessible sur le site internet de Réseau Capital : <http://www.reseaucapital.com/lexique.php>.

² La transposition du vocabulaire de financement d’entreprise de l’anglais au français porte parfois à confusion. En effet, alors qu’en anglais, l’expression « sources of capital » réfère à toutes les sources de financement, en français, l’expression équivalente « sources de capital » est interprétée de manière plus restrictive et ne réfère qu’au financement sous forme de capital-actions.

- En capital de risque, la période depuis l'éclatement de la bulle technologique a été caractérisée par des rendements négatifs, l'ampleur des capitaux levés et investis ayant compromis les rendements des fonds. Toutefois, les dernières années voient une reprise s'amorcer. Le rendement obtenu par un fonds est aussi fortement corrélé avec sa taille, l'atteinte d'une masse critique étant nécessaire. Pour les entreprises financées, l'appui d'un investisseur en capital de risque semble fort bénéfique, notamment en ce qui a trait à l'innovation.
- En capital de développement (*private equity*), les rendements obtenus par les fonds américains dépassent régulièrement ceux affichés par les indices boursiers de référence, et ce, malgré l'ampleur des fonds maintenant gérés par ces acteurs de l'écosystème. En outre, contrairement à l'idée qui est fortement répandue, il semble que les entreprises appuyées par des fonds connaissent une plus grande croissance, notamment en termes d'emplois. Les capitaux en provenance de fonds d'investissement sont devenus une option attrayante pour plusieurs entreprises à la recherche de capital par rapport au marché boursier.

Toutefois, il faut souligner que le dynamisme du secteur du capital de risque dépend en grande partie du niveau d'activité entrepreneuriale dans une société, plus particulièrement en termes d'innovation, de la présence d'entrepreneurs en série et de l'existence de vecteurs de développement qui facilitent à l'entrepreneur la route vers le succès commercial. On peut alors penser à des initiatives comme MaRS en Ontario, à l'existence d'un type de gestionnaire professionnel aux États-Unis spécialisé dans les entreprises en croissance et à la participation à des réseaux d'affaires et de connaissances.

L'information relative à la situation américaine est facilitée par la très grande disponibilité de données fiables sur les rendements obtenus, la taille des fonds, les types d'investissements, etc. Cette présence d'information rend aussi plus facile le suivi et la gestion des investissements par les gestionnaires car elle leur fournit des points de repère et des balises.

Le capital de développement a aussi connu une montée en force au Canada au cours des 30 dernières années et est devenu un acteur incontournable pour les entreprises à la recherche de financement. Toutefois, en matière de capital de risque, si le Canada compte plusieurs joueurs, l'ampleur relative des investissements dans ce secteur en 2014 (près de 2 milliards de dollars) pâlit lorsqu'on la compare au niveau atteint aux États-Unis (près de 50 milliards de dollars américains, soit près de 20 à 25 fois plus). En outre, plusieurs fonds n'ont pas la taille critique suffisante, ni la spécialisation requise, pour atteindre des rendements intéressants. Toutefois, il semble que l'appui à une entreprise par des investisseurs en capital de risque est bénéfique en termes de croissance et de développement. À cet égard, les défis auxquels fait face le Québec sont similaires à ceux rencontrés dans le reste du Canada.

Les trois fonds dits fiscalisés jouent un rôle important au Québec, tant en capital de risque qu'en capital de développement. À cet égard, une préoccupation qui émerge à la lecture de leurs états

financiers est la maturité croissante de leur actionnariat, ce qui se traduit par une croissance importante des rachats de leur capital-actions, lesquels sont sur une lancée depuis cinq ans et risquent de rejoindre les produits de nouvelles émissions. En outre, il apparaît que leurs nouveaux investissements sont essentiellement financés par la cession d'investissements existants.

Cependant, si les acteurs de l'écosystème financier ont changé au fil des ans, il en est aussi des moyens utilisés par les entreprises pour se financer. Ainsi, s'il semble que les entreprises délaissent la voie des appels publics à l'épargne pour obtenir du financement, ce mécanisme est remplacé par les prises de contrôle inversées, plus souples et moins coûteuses sur les plans financier et réglementaire. La croissance du marché dispensé (*exempt market*) dans le reste du Canada est aussi à souligner, ce marché devenant une façon pour plusieurs investisseurs d'investir leurs fonds et pour les entreprises d'obtenir des capitaux.

Nos entretiens avec différents acteurs de l'écosystème financier québécois permettent de valider plusieurs des constats retrouvés dans la documentation, de constater que plusieurs tendances lourdes touchent à la fois le Québec et le reste du Canada mais aussi de faire ressortir un certain nombre de particularités.

Il existe une problématique concernant l'adéquation entre l'offre de capital et la demande par les entreprises. Globalement, il semble que l'offre de capital soit relativement abondante au Québec. Toutefois, le marché est segmenté. Ainsi, la demande de capital est grande en amorçage ainsi que pour les entreprises en croissance ayant atteint une certaine maturité requérant des financements importants. Pour ces segments, l'offre de capital est relativement faible. Par contre, pour les entreprises en croissance qui ne sont ni en amorçage ni matures, l'offre de capital est relativement abondante par rapport à la demande. Selon certains, cela peut compromettre les rendements futurs, et des projets marginaux se retrouveront peut-être financés.

Un constat fondamental est la place croissante occupée par les grandes institutions financières et leurs courtiers en valeurs mobilières dans les écosystèmes financiers québécois et canadien. D'une part, ces institutions drainent une part de plus en plus grande de l'épargne et, d'autre part, elles accaparent une part de plus en plus importante du financement d'entreprise, directement ou indirectement, par l'intermédiaire de leurs banques d'affaires. La résultante de cette tendance est la disparition graduelle des banques d'affaires et des courtiers en valeurs mobilières indépendants, au Québec mais également dans le reste du Canada.

Le peu de joueurs en capital de risque ayant la masse critique (250 millions de dollars d'actif) et l'expertise (spécialisation sectorielle) pour réussir est aussi une préoccupation, tant au Québec qu'au Canada. Les actions de *Teralys* (fonds de fonds créé à l'initiative du gouvernement du Québec, de la Caisse de dépôt et placement du Québec et du Fonds de solidarité FTQ) et le plan d'action en capital de risque du gouvernement fédéral (VCAP) sont à suivre de près car elles visent justement le développement de fonds ayant une force de frappe suffisante.

Enfin, la présence gouvernementale, directe ou indirecte, semble essentielle au dynamisme du capital de risque canadien, contrairement à la situation prévalant aux États-Unis.

Le Québec se distingue toutefois à certains égards du reste du Canada, notamment en ce qui a trait au peu de développement de son marché dispensé. L'étiollement des financements rattachés aux marchés des valeurs mobilières au Québec, le marché dispensé n'en étant qu'un volet, est une préoccupation pour certains. Par contre, face à cette carence relative, le Québec peut compter sur un certain nombre de joueurs majeurs à contrôle local en capital de risque et en capital de développement, ce qui est certainement un atout. Toutefois, selon certains répondants, les investisseurs institutionnels québécois ont adopté un modèle d'investissement que l'on pourrait caractériser d'accompagnement (par opposition au modèle de contrôle favorisé typiquement par les fonds américains). Il semble que ce modèle répond aux goûts et aux attitudes des entrepreneurs québécois, lesquels sont souvent vieillissants. La nécessité pour plusieurs acteurs appuyés par l'État de viser deux objectifs (rendement financier, développement de l'emploi) peut expliquer cette tendance.

Nos recommandations sont les suivantes :

1. Il nous apparaît important de continuer à développer une perspective mondiale pour l'écosystème financier québécois, notamment quant à la marge de manœuvre laissée aux fonds fiscalisés, mais aussi pour tous les autres fonds québécois. Cette perspective mondiale s'appuie sur une participation active aux réseaux internationaux de connaissances et passe par l'investissement avec des fonds étrangers, au Québec et ailleurs, et par la participation active aux réseaux internationaux.
2. Il serait souhaitable de faciliter la conversion des connaissances vers des applications, c'est-à-dire d'utiliser l'infrastructure de recherche représentée par nos universités, instituts et écoles comme intrant à un processus d'innovation entrepreneuriale. La création d'institutions intermédiaires ayant cette mission, en s'inspirant du modèle MaRS en Ontario, serait à considérer.
3. Dans ses actions et ses initiatives à ce jour, il nous semble que l'État reconnaît la diversité de l'écosystème financier. Il nous apparaît essentiel qu'il poursuive une étroite collaboration avec ses acteurs. En outre, la diversité des moyens d'appui envers l'épargne et le financement nous apparaît comme un atout. Ainsi, les crédits d'impôt peuvent être complétés par d'autres mesures qui reflètent les besoins du marché, lesquels sont en évolution et qui maximisent l'impact de la contribution gouvernementale.
4. Le développement d'un environnement favorable à l'émergence et à la croissance de l'entrepreneuriat est également jugé essentiel, l'atteinte de cet objectif reposant plus à notre avis sur la mise en place de conditions gagnantes que sur l'ajout de programmes de formation. Le dynamisme de l'écosystème financier québécois repose en grande partie sur le dynamisme de son écosystème d'innovation.

5. En outre, il serait utile de favoriser le développement d'un profil de gestionnaire d'entreprise en développement, lequel est jugé critique dans le succès des entreprises émergentes américaines.
6. Le développement d'une ouverture aux nouvelles approches de financement (marché dispensé, financement participatif) ne peut qu'être bénéfique à la croissance de l'écosystème financier québécois. En effet, ce dernier semble avoir enregistré un décalage par rapport au reste du Canada dans le développement de certains nouveaux modes et canaux de financement tels que le marché dispensé ou les SPAC (Special Purpose Acquisition Corporation). Dans cette optique, l'appui accordé par le gouvernement à Anges Québec nous apparaît une mesure innovatrice.
7. Enfin, en termes de réglementation, il nous semble essentiel de viser la cohérence, interne entre les différentes règles mais également la cohérence externe vis-à-vis de nos principaux partenaires économiques. En effet, l'écosystème financier québécois fait partie de l'écosystème financier canadien, lequel est compris dans l'écosystème financier nord-américain. En outre, si la prudence est de mise en matière de réglementation des valeurs mobilières, il nous semble important de souligner que la réglementation doit également être constructive et viser à apporter des solutions aux problèmes de financement et d'accès au financement vécus par les entreprises.

Table des matières

Sommaire exécutif	2	
Introduction : mandat et organisation du rapport	9	
Volet A	Fonds de capital d'investissement : le contexte nord-américain	12
Section 1	Taille et performance du marché	13
1.1	Capital de développement et capital de risque sur le marché américain	
1.2	Capital de développement au Canada et au Québec	
1.3	Capital de risque au Canada et au Québec	
Section 2	Capital de risque et capital de développement : enjeux et préoccupations	25
2.1	Impact du capital de développement sur l'économie	
2.2	Cycles de vie et structures organisationnelles des entreprises de capital de risque	
2.3	Capital de risque et innovation	
Section 3	Principales leçons en matière de capital de risque et capital de développement pour le Québec	33
3.1	Nature changeante des investissements en capital de risque	
3.2	Importance de l'entrepreneuriat	
3.3	Développements récents dans les sources de financement	
Volet B	Points de vue	44
Section 4	Écosystème financier québécois : état des lieux	45
4.1	Caractéristiques et traits distinctifs	
4.2	Carences	
Section 5	Investissement en capital de risque et de développement au Québec	55
5.1	Modèle en vigueur, en incluant les fonds fiscalisés	
5.2	Contexte socioéconomique de l'entrepreneuriat	
Section 6	Enjeux pour l'écosystème financier québécois	60
6.1	Défis	
6.2	Modèles performants d'investissement	
6.3	Nécessité d'une perspective globale	
Volet C	Écosystème financier québécois de demain : évolution ou mutation ?	65
7.1	Constats	
7.2	Recommandations	
Références sélectionnées		79
Annexe 1		80
Annexe 2		81
Tableaux et Figures		82

Liste des tableaux et figures

Section 1.1		82
Tableau 1	Performance du capital-investissement	
Tableau 2	Relation entre la taille d'un fonds et la performance	
Tableau 3A	Capitaux nouvellement engagés pour les fonds de capital de développement	
Tableau 3B	Capitaux nouvellement engagés pour les fonds de capital de risque	
Figure 1A	Rendement des fonds de capital de développement relativement à un investissement équivalent dans l'indice S&P 500	
Figure 1B	Rendement des fonds de capital de risque relativement à un investissement équivalent dans l'indice S&P 500	
Section 1.2		87
Tableau 4	Acquisitions au Canada et autres déboursés et transactions de capital de développement (divulgués)	
Tableau 5	Acquisitions au Canada et autres déboursés et transactions de capital de développement (divulgués), par catégorie de taille, 2012	
Section 1.3		89
Figure 2	Investissements en capital de risque par année, de 2005 à 2014	
Figure 3	Répartition des investissements en capital de risque selon la valeur des transactions, de 2012 à 2014	
Figure 4	Investissements en capital de risque selon l'étape du développement, de 2012 à 2014	
Figure 5	Répartition des investissements en capital de risque selon l'emplacement du fonds, de 2012 à 2014	
Figure 6	Répartition régionale des investissements en capital de risque au Canada, de 2012 à 2014	
Tableau 6	Nombre d'entreprises recevant du capital de risque, par province, en 2013 et en 2014	
Figure 7	Investissements en capital de risque selon le secteur d'activité, de 2012 à 2014	
Tableau 7	Performance relative des entreprises canadiennes soutenues par le capital de risque	
Figure 8	Ventilation des investissements en capital de risque selon le type de fonds de capital de risque	
Tableau 8	Investissements en capital de risque par province en 2014	
Section 3.1		96
Figure 9	Rendement (TRI) par rapport à la taille du fonds de capital de risque	
Section 3.2		97
Tableau 9	Panorama de l'entrepreneuriat (2013)	
Tableau 10	Processus entrepreneurial dans l'ensemble de la population canadienne (2010)	
Section 3.3		99
Figure 10	Illustration de la méthode de prise de contrôle inversée	

Introduction, mandat et organisation du rapport

Problématique

Dans le cadre d'un projet CIRANO précédent, appuyé par le ministère des Finances, Michel Magnan et Bryan Campbell ont analysé les raisons sous-tendant la diminution du nombre d'entreprises québécoises ayant recours au premier appel public à l'épargne (PAPE) comme source de financement. Ce projet comportait un aspect qualitatif, basé sur une synthèse d'entretiens avec différents acteurs des marchés financiers, et un aspect quantitatif, basé sur des données mondiales, nord-américaines, canadiennes et québécoises.

Un des constats les plus révélateurs de nos entretiens indique que, peu importe leur rôle ou leurs responsabilités, la plupart de nos répondants considèrent les marchés financiers de manière intégrée et globale. Par conséquent, ils sont très conscients que toute intervention ou action visant un problème spécifique ou une situation particulière risque d'avoir des conséquences inattendues ou imprévisibles dans d'autres secteurs de ce qu'il est désormais convenu d'appeler l'écosystème financier. En outre, en présumant qu'un problème est clairement identifié, la solution peut passer par plusieurs voies ou moyens. Par exemple, lors de l'apparition du régime d'épargne-actions à la fin des années 1970, plusieurs entreprises québécoises étaient arrivées à la limite des sources de financement traditionnelles, à l'époque fort limitées. Les véhicules offerts aujourd'hui (fonds de capital de risque, fonds de capital de développement, fonds de croissance, anges financiers) n'étaient alors qu'à leurs premiers pas aux États-Unis ou encore carrément inexistantes.

La situation actuelle contraste fortement avec celle prévalant à cette époque. De fait, l'écosystème financier qu'ont connu Alain Bouchard (Couche-Tard), Jean Coutu, les frères Lemaire (Cascades), Serge Godin (CGI) ou Rémi Marcoux (TC) n'existe plus. La donne est maintenant mondiale, les joueurs beaucoup plus nombreux, la concurrence plus forte.

L'écosystème financier

Les entrepreneurs à la tête d'entreprises requérant du capital pour leur croissance dans les marchés locaux, provinciaux, nationaux, continentaux ou internationaux, ou en quête d'une relève, doivent d'abord se positionner quant à leurs objectifs financiers et personnels, intérêts, appétit et tolérance à l'égard du risque. En outre, une entreprise peut lever du capital pour mettre en marché une nouvelle technologie ou pour passer à un niveau de complexité supérieur. Tous ces éléments détermineront la demande de capital dans le secteur privé. À cet égard, plusieurs options composent l'offre de financement dans notre économie : financement bancaire sur la base de flux de trésorerie, financement bancaire traditionnel, financement par voie de dette et/ou de capital-actions de la part de fonds de capital de risque, fonds de capital de développement ou premier appel public à l'épargne (au Canada, aux États-Unis ou ailleurs). Chaque option de financement repose sur des institutions ayant leurs propres intérêts et objectifs, lesquels sont

déterminés par leurs propriétaires ultimes (caisses de retraite, investisseurs privés de plusieurs sortes, investisseurs institutionnels, banques).

En outre, au fil des ans, les gouvernements québécois et canadien ont mis en œuvre différents moyens afin d'accroître l'offre de services reliés au marché des capitaux ainsi que l'offre de capital pour les entreprises québécoises. Le régime d'épargne-actions du Québec, les crédits d'impôt aux fonds fiscalisés, l'appui aux fonds de capital de risque par le gouvernement du Québec (via Investissement Québec), le programme des FIER et les programmes de la Banque de développement du Canada représentent certaines de ces mesures.

D'autres composantes de l'écosystème financier incluent la réglementation financière, les professionnels offrant différents services (juridiques, comptables, banquiers d'affaires, banquiers commerciaux, analystes) ainsi que le réseau d'éducation développant le capital humain. Ces objectifs liés à la demande de capital doivent être réconciliés avec l'offre de capital et de services connexes existant dans l'écosystème.

L'ensemble de ces liens, connexions et joueurs constitue l'écosystème financier du Québec. Toutefois, afin d'assurer sa pérennité et son succès à long terme, l'écosystème québécois se doit de se positionner vis-à-vis les flux de capitaux mondiaux, lesquels ont été caractérisés par plusieurs changements fondamentaux au cours des 30 dernières années (p. ex., croissance des fonds de capital de développement, des incubateurs de croissance, des PAPE appuyés par les fonds). Dans ce contexte, il nous semble pertinent d'analyser les modèles de classe mondiale en termes de politique publique appuyant l'écosystème financier.

Mandat

Dans ce contexte, nous nous intéressons ultimement aux questions suivantes :

1. Quels sont les facteurs déterminant le choix du mode de financement retenu par les entrepreneurs (p. ex., objectifs financiers et personnels visés, appétit et tolérance à l'égard du risque, taille de l'entreprise, marché visé) ?
2. Quelle est la démarche utilisée par les sources de capital pour elles-mêmes lever leurs fonds, établir leurs investissements, déterminer les montants à financer, effectuer le suivi de ces investissements ?
3. Quelle est l'adéquation entre la demande et l'offre de capitaux au Québec ? Existe-t-il des aspects particuliers liés à l'écosystème québécois ? De quelle manière et dans quelle direction cet écosystème a-t-il évolué au cours des dernières années ? Dans ce contexte, deux sous-questions seront traitées. Premièrement, quelles sont les retombées économiques découlant du type de financement choisi (p. ex., PAPE par opposition à d'autres options) ? Deuxièmement, quel est le rôle joué par les courtiers en valeurs mobilières indépendants dans l'écosystème actuel (comparativement à leur rôle antérieur) ?

4. Est-ce que la réglementation et les législations pertinentes facilitent ou entravent le développement de l'écosystème québécois ?
5. Est-ce que des modèles d'écosystèmes financiers performants existent et peuvent s'appliquer au contexte québécois ?

Devis de recherche et organisation du rapport

Notre objectif global pour cette recherche est de mieux comprendre le marché québécois des capitaux privés (offre et demande), son fonctionnement, son impact et les tendances en cours. La poursuite de cette piste d'investigation reposera sur une approche méthodologique mixte. D'une part (Volet A), nous analysons la documentation nord-américaine existante sur les fonds de capital de développement et les fonds de capital de risque. Plus spécifiquement, nous effectuons une synthèse sélective des écrits scientifiques et professionnels sur la question ainsi que des données de marché collectées par différents acteurs sectoriels. D'autre part (Volet B), nous présentons les constats qui émergent d'entretiens réalisés avec des acteurs variés du milieu, essentiellement des dirigeants ou hauts dirigeants de fonds. Par ces entretiens, nous tentons de mieux cerner les objectifs, les intérêts et les visées des différentes parties impliquées dans l'écosystème québécois. Les aspects méthodologiques plus granulaires de ces deux volets seront décrits lors de leur présentation. Enfin, nous effectuons un retour sur les cinq questions qui ont guidé la réalisation de cette étude et dressons un inventaire des conclusions qui émanent des deux volets précédents (Volet C).

Volet A

Fonds de capital d'investissement : le contexte nord-américain

La première partie de ce rapport dresse un portrait du marché du capital d'investissement en Amérique du Nord. La taille et la performance du capital d'investissement sur le marché américain (qui domine l'industrie) sont analysées, puis suit une analyse similaire pour le Canada et le Québec. L'industrie rassemble à la fois les fonds d'investissement/de développement et les fonds de capital de risque. La littérature, tant dans le secteur académique que privé, emploie le terme *private equity* pour désigner soit le capital d'investissement dans son ensemble ou seulement la composante de capitaux de développement. La section 1 traite des deux composantes séparément.

La deuxième section traite quant à elle de différents aspects de l'industrie du capital d'investissement faisant couramment l'objet de discussions et de recherches. Un de ces thèmes est l'impact sur l'économie dans son ensemble d'acquisitions par de grands fonds de capital de développement. Un autre thème est la relation entre le capital de risque et l'innovation. Nous sondons également la littérature académique produite sur les fonds de capital de risque, laquelle a récemment connu un temps fort.

La dernière section est en quelque sorte une section transitoire menant à la partie B du rapport. Nous y résumons (et appliquons) l'analyse des résultats pertinents des deux premières sections aux circonstances et du point de vue du Québec. Les idées fortes relatives, notamment, à l'entrepreneuriat comme moteur principal de l'industrie du capital de risque et aux nouvelles approches de financement sont particulièrement pertinentes à la discussion qui suit dans la partie B.

Une bibliographie sélective complète le matériel présenté dans cette partie du rapport.

Section 1 Taille et performance du marché

L'importance des investissements dans des fonds de capital de risque et de développement est indiscutable. En effet, ces fonds ont connu une croissance considérable au cours des 30 dernières années, soit depuis que le capital d'investissement a émergé comme classe d'actifs significative et que son rôle dans les répartitions de portefeuille est devenu plus important dans un nouvel environnement de bas taux d'intérêt où de grandes quantités de capitaux visent des rendements absolus supérieurs. Cependant, plusieurs controverses entourent à la fois les performances et l'impact du capital de risque et du capital d'investissement. L'objectif principal de cette première partie du rapport est d'étudier ces questions dans la mesure où elles sont pertinentes pour comprendre l'écosystème de capital d'investissement du Québec. Notre présentation, sans surprise, prend pour point de départ une analyse du marché américain. D'un point de vue mondial, le marché nord-américain du capital d'investissement est dominant, avec les États-Unis comme principal moteur de cette catégorie d'investissement. En outre, la recherche dans ce domaine par le milieu académique et par les consultants américains est très active, à plus forte raison par rapport à des initiatives similaires au Canada et au Québec, où les informations et les analyses pertinentes sont relativement clairsemées.

Ce sont ici les raisons habituelles pour commencer par un examen du marché américain. Mais il y a également une motivation supplémentaire pour d'abord examiner de près l'évolution et la performance du marché américain : la recherche dans le domaine est controversée. Les données de performance de base sont le fruit de divulgation volontaire, un état de fait qui ouvre la porte à un biais de sélection dans l'échantillon. En outre, il existe des différences d'opinions marquées sur l'impact des investissements sous forme de capital de développement, notamment en ce qui a trait à la croissance de l'industrie et de l'innovation. Lorsque ces mêmes questions sont posées pour le contexte canadien, la complexité de l'analyse des données et les défis méthodologiques concomitants sont amplifiés. Malgré ce contexte, d'importantes décisions de politiques publiques doivent être prises. Un bon exemple de cette difficulté est d'ailleurs celui des études utilisées par le gouvernement fédéral pour justifier son annulation du crédit d'impôt pour l'investissement dans des fonds de travailleurs où la méthodologie soutenant les conclusions est discutable.

La Section 1 traite de la taille du marché du capital d'investissement et évalue sa performance en utilisant divers indicateurs. La relation entre la taille (tant en ce qui a trait au marché qu'aux fonds) et la performance est également présentée. Nous débutons avec le marché américain, puis considérons ensuite le marché canadien/québécois.

1.1 Capital de développement et capital de risque sur le marché américain

Aux États-Unis, les entreprises commerciales recueillent des données de performance, généralement autodéclarées, concernant les investissements en capital d'investissement. Normalement, la source de telles données est quelque peu opaque et le détail (ou granularité) des informations relatives aux décaissements et aux flux de trésorerie n'est pas divulgué. Une étude récente, par *Harris et al.* (2014), utilise ce que les auteurs désignent comme un ensemble de données de haute qualité fourni par la firme Burgiss. Les données proviennent entièrement d'investisseurs institutionnels, les commanditaires (*Limited Partners*, ou *LP*), et celles-ci couvrent tous les fonds et les flux de trésorerie. L'étendue de ces données est comparable à celle des données autodéclarées par les fournisseurs commerciaux. Pour la période 2000-2008, 411 fonds de capital de développement sont définis dans l'ensemble de données Burgiss ainsi que 423 fonds de capital de risque. Il convient de noter que ces données sont celles utilisées par les commanditaires pour la tenue des dossiers et les décisions d'investissement et constituent ainsi des documents ayant une portée officielle pour ces fonds.

Il existe différentes façons de mesurer le rendement du capital d'investissement :

1. le TRI (taux de rendement interne) mesure le rendement annuel qu'obtiennent les commanditaires sur la base de leur contribution au fonds et les distributions de ce dernier, après retenues des frais et des parts de profit (soit les intérêts reportés) versées à l'associé commandité (*General Partner* ou *GP*) ;
2. L'approche de Multiple d'investissement (*Investment Multiple*) compare a) la somme des distributions de fonds et celle des investissements non réalisés (nette des frais et intérêts) à b) celle de toutes les contributions au fonds ;
3. L'approche d'équivalent marché public (*Public Market Equivalent* ou *PME*) compare un investissement dans un fonds de capital d'investissement avec un investissement équivalent de même temporalité sur un marché public (dans ce qui suit : le S&P 500).

Les résultats pour ces métriques de performance, déclinés séparément pour les fonds de capital de développement et les fonds de capital de risque, sont contenus dans le Tableau 1 et les Figures 1A et 1B. L'article rapporte les résultats selon les années d'investissement (*Vintage Year*).

Pour les fonds de capital de développement, le TRI s'est maintenu en moyenne à 14 % par an. Selon l'approche de Multiple d'investissement, l'indicateur oscille autour de 2. La performance moyenne a atteint un sommet au milieu des années 1990. Les performances du capital de risque ont fait preuve d'une plus grande variabilité, avec des résultats spectaculaires dans les années 1990, suivie d'une piètre performance après la crise et la bulle Internet. Il convient de noter que les années comportant les plus grandes collectes de fonds de capital de risque, soit 1999 et 2000, dénotent des TRI négatifs et des multiples d'investissement de moins de 1.

Les fonds de capital de développement ont constamment battu l'indice S&P 500 dans les trois décennies avec une différence de 27 % dans les deux dernières décennies. En revanche, comme l'illustre avec force la Figure 1B, les indicateurs *PME* pour les fonds de capital de risque étaient inférieurs à 1 pour les premières années d'investissement, puis ont fortement augmenté, atteignant une moyenne supérieure à 4 en 1996. Par la suite, les résultats se sont inversés avec des moyennes généralement inférieures à 1 depuis 1999 et particulièrement faibles entre 1999 et 2002.

Deux déterminants de la performance des fonds attirent l'attention. Le premier concerne la relation entre la performance et l'ensemble des flux d'investissement dans les fonds de capital d'investissement; le deuxième, la relation entre la performance et la taille des fonds.

Les résultats de régression concernant l'analyse des flux d'investissement (indiqués dans l'article de Harris *et al.*) montrent que la performance des fonds de capital d'investissement, telle que mesurée par toutes les métriques (TRI, multiple d'investissement ou *PME*) est négativement liée à la disponibilité de capitaux dans le marché, et ce, de façon statistiquement importante. En d'autres termes, il existe une relation négative entre les affectations (ou la disponibilité) de capitaux et le rendement des fonds, ce qui indique qu'un afflux important de capitaux dans des fonds de capital d'investissement est associé à une performance future plus faible. Les résultats sont plus prononcés pour les fonds de capital de risque.

Le Tableau 2 donne une description de la relation entre la taille des fonds et leur performance. Globalement, trois constats ressortent. Premièrement, la taille moyenne des fonds a considérablement augmenté au fil des ans (et les quartiles également). Deuxièmement, il ne semble pas y avoir de lien entre la taille d'un fonds de développement et sa performance, et ce peu importe la mesure de performance utilisée. Troisièmement, en ce qui a trait aux fonds de capital de risque, il semble qu'une plus grande taille est associée à une meilleure performance. Une analyse de régression (présentée dans l'article de Harris *et al.*, p. 1873) confirme ce constat, particulièrement si on tient compte des années de lancement des fonds (*vintage years*).

Les Tableaux 3A et B donnent l'évolution des engagements nouveaux des fonds sur la période échantillonnée, c'est-à-dire les nouveaux capitaux attirés par les fonds. Les capitaux engagés dans les fonds de capital de développement ont augmenté en taille, passant d'une moyenne de 8 milliards de dollars par année dans les années 1980 à 105 milliards par année de dollars dans les années 2000. De la même manière, les capitaux engagés dans les fonds de capital de risque ont passé de 2,5 milliards de dollars par année en moyenne dans les années 1980 à 29 milliards de dollars par année pour les années 2000. Un modèle de croissance similaire est mis en évidence pour chaque quartile.

Les auteurs concluent l'article avec quelques mises en garde contre la comparaison des rendements du capital d'investissement avec ceux des marchés publics. L'investissement sous forme de capital d'investissement comporte des incertitudes considérables. Il s'agit notamment

d'incertitudes liées à l'affectation à long terme du capital, d'incertitudes concernant les flux de trésorerie ou d'incertitudes par rapport à la liquidité. Le prix associé à ces incertitudes fait d'ailleurs en ce moment l'objet de recherches approfondies. Il peut également persister une incertitude opérationnelle liée aux frais; à cet égard, l'article de Phalippou (2009) invite à une certaine dose de prudence.

1.2 Capital de développement au Canada et au Québec

Dans cette section, nous passons en revue une publication du *Conference Board* datant de 2013 intitulée *The Private Equity Experience of Canadian Business* (soit « L'expérience des entreprises canadiennes en capital-investissement »), qui présente ce qui est censé être un « aperçu détaillé de l'expérience de rachats par capitaux propres des entreprises canadiennes » du point de vue des bénéficiaires du capital de développement. L'évolution du marché du capital de développement au Canada et les tendances récentes énoncées dans cette publication sont d'un intérêt particulier pour le présent rapport.

Une année charnière pour le marché du capital de développement canadien est 1983, lorsque Onex a acheté la filiale canadienne de l'*American Can Corporation* pour 220 millions de dollars. L'industrie a évolué dans les années 1990, témoin de divers accords de taille médiane, une caractéristique pérenne jusqu'à ce jour. L'impulsion soutenant la croissance de l'industrie au cours de cette période était principalement l'œuvre des investisseurs de grands fonds de pension publics qui sont devenus commanditaires dans de nouveaux fonds de capital de développement. Davantage de nouveaux fonds ont été créés dans les années subséquentes, augmentant également le nombre de gestionnaires de tels fonds. Ensuite, les plus gros joueurs, comme la Caisse de dépôt et placement, Manuvie Capital, OMERS Private Equity et Teachers' Private Capital, ont ajusté leurs stratégies afin de participer plus activement aux marchés du capital de développement. Par exemple, l'entreprise Shoppers Drug Mart a été acquise en 2000 pour 2,6 milliards de dollars par un consortium dirigé par Teachers' Private Capital avec des partenaires internationaux, y compris Kohlberg Kravis & Roberts. Avant cette opération, la participation de firmes et de fonds de l'étranger dans le marché canadien du capital de développement était limitée.

Le Tableau 4 donne la série chronologique des déboursés (y compris les rachats et autres transactions de capital de développement ayant fait l'objet d'une divulgation) et le nombre de transactions de 2003 à 2012 (nous avons complété ces données pour 2013-2014 en s'appuyant sur les rapports émis par Thomson Reuters en 2014 et en 2015). La période 2006-2008 a été caractérisée par plusieurs mégatransactions, suivies d'une forte baisse de ces dernières en raison notamment de la crise financière mondiale. L'industrie semble aujourd'hui se redresser, avec un nombre grandissant de transactions, quoique de taille moyenne plus modeste. L'année 2014 fut marquée par la mégatransaction Tim Hortons-Burger King.

Le bassin total de capitaux engagés en capital de développement a été estimé à 87,7 milliards de dollars à la fin de 2012, lequel est géré par 172 entreprises canadiennes actives dans divers segments. Comme l'indique l'étude du *Conference Board* (laquelle emploie une base de données exclusive à Thomson Reuters), la plupart de ces entreprises attirent des sociétés en commandite (banques, fonds de dotation, fonds de pension, particuliers fortunés, etc.) qui détiennent ensuite des entreprises de portefeuille pour cinq ans ou plus. La deuxième plus grande part du bassin de capitaux est détenue par des fonds institutionnels qui procèdent par investissements directs, de même que par des co-investissements dans des sociétés.

La répartition des transactions ayant eu lieu en 2014 est donnée au Tableau 5 et provient de données collectées par *Canadian Venture Capital & Private Equity Association*. Ces résultats sont généralement représentatifs de transactions typiques d'autres années et indiquent que le marché canadien du capital de développement est principalement un marché de transactions de taille moyenne. En outre, l'activité récente sur ce marché témoigne d'une diversification des secteurs concernés, avec la répartition suivante des transactions (en pourcentages du nombre total) en 2014 : les deux secteurs attirant le plus de transactions sont la fabrication et transformation (12 %) et énergie et électricité (27 %). En termes de montants, les principaux secteurs sont : énergie (29 %), loisirs et hospitalité (26 %), sciences de la vie (10 %).

Les résultats varient considérablement d'année en année en fonction de la taille des opérations et selon la méthodologie utilisée. Par exemple, selon le CVCPEA, le Québec en 2014 a représenté 29 % du marché canadien en nombre de transactions et 14 % des sommes investies. Par contre, les données de Thomson Reuters donnent des résultats différents, à savoir 42 % des transactions et 23 % des sommes investies (la Figure 6 présente le capital de risque par province entre 2012 et 2014 selon Thomson Reuters).

Cette section présentera deux études de cas illustrant des succès de placements en capital de développement dans des entreprises canadiennes aux parcours et aux finalités très distincts. L'information analysée a été produite par des entrevues menées par le *Conference Board du Canada* et incluses dans leur rapport *The Private Equity Experience of Canadian Business*.

MEG Energy Corp.

MEG Energy Corp a été fondée en 1999 en tant que société privée de développement des sables bitumineux financée par la famille, les amis et quelques individus fortunés basés à Calgary. Le capital de démarrage a été utilisé pour faire l'acquisition de concessions de sables bitumineux jusqu'à ce que, en 2002, l'entreprise acquiert 100 % d'intérêt dans 47 kilomètres carrés de baux et lance un programme de forage. Éventuellement, la société a eu besoin de plus de capitaux afin d'acquérir et de développer plus de baux. En 2003, *Wellington Management* a investi 26 millions de dollars dans *MEG* et est ainsi devenue sa première actionnaire institutionnelle. Au même

moment, *MEG* s'est attiré la collaboration de *KERN Partners* de Calgary et de la société américaine *Warburg Pinkus*.

En 2004, *Warburg Pinkus* est devenue la première actionnaire de *MEG* avec des investissements totalisant 60 millions de dollars. À la fin de 2004, *Warburg* et d'autres investisseurs ont avancé un autre financement de 192 millions de dollars pour le développement ultérieur de projets. Puis, en 2005, la *China National Offshore Oil Corporation (CNOOC)* a fait l'acquisition d'environ 17 % des actions de *MEG* en investissant 150 millions de dollars pour développer une phase 2. Plus tard, compte tenu de la situation favorable du crédit avant la crise en 2006, *MEG* a contracté un prêt à terme de 700 millions de dollars avec une portion renouvelable de 50 %, permettant à *MEG* d'attirer 350 millions de dollars additionnels en fonds propres de capital de développement. *MEG* a recueilli environ 2,5 milliards de dollars auprès d'investisseurs entre 2007 et 2009.

Enfin, les investisseurs en capital de développement ont mis en branle leur stratégie de sortie et, en 2010, *MEG* a réuni un autre 700 millions de dollars grâce à un PAPE. *MEG* a choisi des investisseurs de capital de développement, l'industrie des sables bitumineux nécessitant un long horizon d'investissement ainsi que des capitaux considérables. Tant que la société n'a pas été mature, *MEG* a estimé que le capital public serait trop porté sur le court terme. *MEG* a pris une décision de financement stratégique en comptant sur les investisseurs privés, pour ensuite contracter davantage de dettes avant de se lancer dans un PAPE. Avant même son introduction en bourse en 2010, *MEG* avait plus de 50 bailleurs de fonds et investisseurs de capital de développement. Même après le PAPE, la plupart des investisseurs sont restés à bord en raison des perspectives de croissance. La société a bien réussi, générant des rendements solides pour les investisseurs et faisant croître le chiffre d'affaires à plus de 1 milliard de dollars en 2011 et 2012. *MEG* est passé d'un BAIIA négatif en 2009 à un de 300 millions de dollars en 2011. Aujourd'hui, *MEG* se classe parmi les sept plus grandes sociétés cotées sur le TSX en ce qui concerne les réserves prouvées.

Knowlton Development Corporation a été fondée en 1991 en tant que développeur et fabricant de produits de beauté et de santé pour le marché de détail. En 2000, la société voulait accélérer sa croissance mais n'avait pas accès aux fonds pour ce faire. Le propriétaire de l'entreprise voulait aussi développer un plan de succession. Espérant éviter la tendance à court terme de certaines autres sources de financement, *Knowlton* opte pour le capital de développement et cherche à constituer un partenariat entre la direction et les investisseurs en se basant sur des objectifs clairs et une vision claire de la stratégie de l'entreprise.

Comme elle bénéficiait d'un effet de levier financier beaucoup moindre que celui de ses concurrents, *Knowlton* était à la recherche de bailleurs de fonds prêts à investir, mais sans entraîner un usage intensif de l'endettement, le tout en vue de maximiser les possibilités futures de déboursés de capitaux. *Knowlton* a été approchée par Novacap, qui en 2002, a pris une participation majoritaire dans la société. Novacap a amené le Fonds de solidarité FTQ, le

Fondation CSN ainsi que Desjardins Capital de risque en tant que fournisseurs de dette mezzanine. Les cadres supérieurs ont gardé une petite participation dans l'entreprise pour assurer une certaine loyauté ainsi que pour bénéficier de la croissance de l'entreprise. Novacap a un plan de sortie sur un horizon de 10 à 12 ans, mais elle est toujours avec *Knowlton* après 11 ans. Novacap ne cherche pas activement à quitter sa position, car elle croit que *Knowlton* peut être appelée à constituer une entreprise nettement plus grande.

1.3 Capital de risque au Canada et au Québec

Dans cette section, nous présentons les résultats d'Industrie Canada contenus dans sa publication *Venture Capital Monitor* (édition du quatrième trimestre 2014). Les sources de données de cette publication sont exclusives à – et tirées de – Thomson Reuters Canada.

Perspective globale

Un portrait global du dynamisme d'une économie en matière de capital de risque est relativement difficile à brosser en raison notamment des différences interpays dans la nomenclature et la mesure des investissements en capital de risque. À cet égard, et compte tenu des réserves mentionnées ci-dessus, il ressort que le Canada se démarque à l'échelle mondiale. En effet, selon une récente étude de l'OCDE portant sur l'entrepreneuriat, le Canada arriverait au second rang mondial quant à l'ampleur des investissements en capital de risque (1,4 G\$ US), derrière les États-Unis (29 G\$ US) mais devant le Japon (1,3 G\$ US), l'Allemagne (932 M\$ US) ou la France (900 M\$ US) (les données sont de 2012). Sur une base de pourcentage du produit national brut, le Canada fait encore bonne figure en matière de capital de risque, arrivant troisième dans le monde (0,08 %), derrière Israël (0,31 %) et les États-Unis (0,17 %) mais devant des économies telles que la Finlande et l'Irlande (0,07 %), la Suède (0,06 %) et la Corée (0,05 %) (OCDE 2014).

Compte tenu de l'importance du capital de risque au Québec selon les données publiées par Réseau Capital et collectées par Thomson Reuters (25 % de l'activité canadienne en 2014), on peut donc conclure que le Québec se compare avantageusement aux autres économies développées par l'ampleur de son activité de capital de risque (Thomson Reuters, *Canada's Venture Capital Market in 2014*. 2015).

Toutefois, et la conclusion vaut fort probablement pour le Québec, la taille moyenne des transactions effectuées en capital de risque au Canada continue d'être relativement petite. Ainsi, en 2014, parmi les 10 pays au monde qui ont attiré le plus d'investissements en capital de risque, la ronde moyenne de financement au Canada a atteint 4,5 millions de dollars, ce qui le place en 9^e position, loin derrière les États-Unis (plus de 12 M\$), Israël (10 M\$) et le Royaume-Uni (9 M\$). L'investissement en capital de risque au Canada semble donc se concentrer dans des entreprises relativement petites, possiblement en phase d'amorçage et de démarrage. À l'inverse, l'investissement en capital de risque aux États-Unis ou en Israël semble privilégier les entreprises à des phases de croissance plus avancées.

Rôle de l'État dans le capital de risque au Québec

Avant de poursuivre notre analyse sur la situation au Canada et au Québec, il nous semble opportun d'effectuer un bref retour sur le rapport Brunet, lequel sous-tend plusieurs changements. Le *Rapport du groupe de travail sur le rôle de l'État québécois dans le capital de risque*, présidé par feu Pierre Brunet (2004), amorce un tournant dans la façon d'intervenir de l'État québécois en capital de risque. Le rapport constatait que « des efforts importants que le gouvernement du Québec a consentis au cours des dernières années en appui au financement des entreprises ont fait que la place du secteur public dans le marché québécois du capital de risque a crû notablement, si bien qu'elle est devenue prépondérante » (p. 6).

Le rapport concluait également à l'existence de trois carences spécifiques dans la chaîne de financement des entreprises, et ce, même si l'effort gouvernemental était considérable. Une première carence portait sur le financement disponible pour les entreprises en situation d'amorçage ou de démarrage et une seconde carence avait trait aux entreprises requérant des rondes de financement de taille importante (plus de 20 millions de dollars), au moment où elles atteignent l'étape de l'expansion qui coïncide généralement avec celle de la commercialisation de leurs produits. Enfin, le rapport constatait une faible présence du secteur privé dans le créneau des petits financements. Selon le groupe de travail, cette situation découlait de niveaux de risque élevés, de coûts de transaction importants mais aussi d'une forte présence d'acteurs publics qui pouvait empêcher les acteurs privés locaux de prendre leur place.

En fonction de ces constats, le groupe de travail a émis un ensemble de recommandations dont les buts visaient à simplifier la gouvernance de l'implication gouvernementale, à mieux cibler ses interventions et à impliquer davantage le secteur privé. Globalement, il s'agissait de ramener un équilibre entre le financement provenant du secteur public et celui provenant du secteur privé et de profiter de l'expertise et de l'expérience des acteurs du secteur privé. Ces recommandations ont par la suite servi de toile de fonds à des initiatives, gouvernementales ou du secteur privé :

- 1) Cession des portefeuilles détenus par les sociétés Innovatech (2005);
- 2) Rationalisation et refocalisation des missions d'Investissement Québec et de la SGF;
- 3) Création du Fonds d'intervention économique régional (FIER) (2004), lequel s'est décliné en trois volet : FIER Partenaires (en collaboration avec les trois fonds fiscalisés) visant l'investissement dans des fonds sectoriels et des projets structurants, FIER Régions visant la création de fonds dont la gouvernance et la gestion seraient assumées par les communautés d'affaires locales et régionales et FIER Soutien, en appui aux initiatives des 21 conférences régionales des élus. La capitalisation totale des trois FIER pourrait atteindre plus d'un demi-milliard (dont 90 millions de dollars des fonds fiscalisés). Il était également prévu que des capitaux privés seraient injectés dans les fonds sectoriels de FIER Partenaires et les FIER régionaux.

Ces initiatives ont été suivies, en 2009, par la création de Teralys Capital, c'est-à-dire un fonds de fonds investissant dans des fonds de capital de risque en partenariat avec des capitaux privés, principalement en haute technologie.

Le maillage entre l'investissement privé et l'investissement public constitue la philosophie d'investissement sous-jacente à cette nouvelle stratégie gouvernementale eu égard au capital de risque. Dans son dernier rapport annuel (2015), Investissement Québec souligne qu'elle « [...]possède des participations dans 75 fonds d'investissement en capital de risque, dont la capitalisation totale s'élève à 2,7 milliards de dollars. Sa participation de 758 millions de dollars représente 28 % des sommes totales investies par l'ensemble des partenaires dans ces fonds. »

L'investissement en capital de risque d'Investissement Québec repose sur trois grands axes. Premièrement, depuis 2004, les sommes investies par le gouvernement (par l'intermédiaire d'Investissement Québec) dans le programme FIER-Régions/FIER-Soutien totalisent plus de 200 millions de dollars, les apports d'investisseurs privés s'élevant à 100 millions plus les sommes additionnelles qui ont pu être investies sous d'autres formes dans les entreprises financées. Au total, 30 fonds ont été financés. En outre, 90 millions de dollars ont été investis dans FIER Partenaires, cette somme étant appariée à un investissement comparable d'autres investisseurs. Ces sommes ont par la suite été investies dans 16 fonds. Deuxièmement, le gouvernement, par l'intermédiaire d'Investissement Québec, a investi 200 millions de dollars dans Teralys Capital (auxquels s'ajoutent des investissements similaires de la Caisse de dépôt et placement du Québec et du Fonds de solidarité FTQ). Troisièmement, des investissements de plus d'un quart de milliard de dollars ont été faits dans une dizaine d'autres fonds ou fonds de fonds privés, notamment des fonds gérés par Novacap et Anges Québec.

Si on ajoute à ces sommes le coût fiscal des crédits d'impôt accordés aux fonds fiscalisés, on peut facilement conclure que l'investissement total du gouvernement du Québec en capital de risque depuis une dizaine d'années tourne probablement autour de un milliard de dollars, soit 100 millions de dollars en moyenne par année, une somme considérable étant donné que les données agrégées révèlent que l'investissement total en capital de risque au Canada a atteint 2 milliards de dollars par année ces dernières années.

Situation au Canada et au Québec

Compte tenu du contexte québécois décrit auparavant, l'investissement en capital de risque au Canada par année au cours de la dernière décennie est donné à la Figure 2. À la fin de 2014, le total s'élevait à 2,4 milliards de dollars au-delà des niveaux d'avant la crise. Ce total a ensuite connu une croissance depuis le creux de 2009. La levée de capitaux se caractérise quant à elle par une légère baisse à partir de 2013. Comme pour les années précédentes, la majorité du capital (environ les deux tiers) consenti par l'industrie est appuyé par le gouvernement, notamment par le truchement d'investisseurs de détail soutenus par des crédits d'impôt et des fonds de fonds dont certains sont soutenus par les gouvernements.

Comme l'indique la Figure 3, les transactions sont pour la plupart de moins d'un million de dollars, mais avec une augmentation notable de transactions de plus grande taille par rapport aux deux années précédentes. La déclinaison des investissements par stade de développement est donnée à la Figure 4. Les investissements aux stades plus avancés représentent 55 % de tous les investissements en capital de risque en 2014, un ratio similaire à ceux de 2012 et de 2013. La Figure 5 décrit ensuite la répartition de l'origine des fonds consentis. Il y a notamment que les fonds canadiens ont augmenté de 17 % (pour un total en dollars) par rapport à l'année précédente. Les fonds américains ont contribué un peu moins que l'année dernière, tandis que les investissements en provenance de pays inconnus ont considérablement augmenté. Dans l'ensemble, 60 % des investissements divulgués étaient en dénomination canadienne.

La répartition du capital dans les placements de capital de risque est illustrée à la Figure 6 et au Tableau 6. Bien que l'Ontario ait attiré le montant le plus important de capitaux, le Québec a quant à lui le plus grand nombre d'entreprises bénéficiant d'un financement. Il convient de noter que le niveau élevé d'investissement en Ontario est principalement attribuable à un certain nombre de transactions de grande ampleur, quatre d'entre elles représentant à elles seules près d'un quart de l'investissement total.

La répartition sectorielle du capital de risque au Canada est donnée à la Figure 7, où il est apparent que l'investissement dans les technologies de l'information continue de dominer à la fois le niveau de capitaux investis et la croissance.

Nous concluons cette section avec certains résultats d'une étude économétrique réalisée dans le cadre d'un rapport publié en 2013 par Industrie Canada intitulé *The Performance of Firms that Received Venture Capital Financing*. Les données utilisées pour l'étude étaient fournies par Thomson Reuters et visaient 2 762 entreprises qui ont reçu un financement par capital de risque de 1990 à 2009. Afin d'approfondir les données, des associations avec le Registre des entreprises de Statistique Canada ont été créées afin de faire ressortir d'autres informations pertinentes. En tout, 1 545 entreprises ont fait l'objet d'une documentation plus poussée afin de satisfaire à tous les critères de sélection pour l'étude comparative, desquelles 662 entreprises satisfaisaient aux critères de sélection pour l'analyse économétrique. Une méthode d'appariement des coefficients de propension a été utilisée pour créer des groupes de contrôle et de test en utilisant les variables suivantes comme témoins : l'actif total, les ventes, l'emploi, les salaires, l'âge, les marges brutes, les bénéfices non répartis, le revenu net, les dépenses de R.-D., le secteur, les programmes d'aide à la recherche industrielle (comme variable représentant l'innovation) et la performance de la R.-D. (également en tant que variable représentant l'innovation). Un taux de concordance de 82 % a été atteint, ce qui correspond à 544 paires appariées.

Le Tableau 7 résume les résultats de l'étude selon plusieurs indicateurs : croissance du revenu, croissance des ventes, croissance des actifs et croissance de l'emploi. La croissance cumulée du chiffre d'affaires est nettement plus élevée sur un horizon d'un an pour les entreprises financées par du capital de risque (53 % contre 29 %). La différence double presque sur un horizon de cinq

ans : la croissance du chiffre d'affaires cumulé des entreprises financées par du capital de risque est de 107 % contre 40 % pour les entreprises non financées par du capital de risque. Il peut être tentant d'attribuer cette croissance énorme aux programmes d'aide financière comme les PME qui, de par leur nature même, sont habiles pour trouver des sources alternatives de capitaux, mais cette théorie est dissipée lorsque la croissance des ventes cumulatives est analysée. La croissance des ventes cumulatives sur un an pour les entreprises financées par du capital de risque est de 49 % (contre 27 %), et la différence devient encore plus marquée sur un horizon de cinq ans, où cette croissance atteint 137 % contre 56 %. Une augmentation des revenus entraînée par une augmentation des ventes a conduit les sociétés soutenues par du capital de risque à soutenir une croissance moyenne de l'emploi plus élevée, avec 51 % contre 4 % de croissance de l'emploi cumulatif sur un horizon de cinq ans. Enfin, la croissance des actifs est également plus élevée pour le groupe d'entreprises soutenues par le capital de risque, avec 54 % contre 1 % sur un horizon de cinq ans. Des bases d'actifs en croissance indiquent généralement que les entreprises visent une plus grande portée; la croissance des employés démontre quant à elle une capacité accrue, et des revenus de ventes plus solides sont l'objectif fondamental de toute entreprise : ce sont là tous des facteurs beaucoup plus élevés pour les entreprises bénéficiant d'un financement par capital de risque par rapport aux entreprises n'en bénéficiant pas.

Portrait plus détaillé des sources de fonds et des fonds fiscalisés

La majeure partie de l'investissement en capital de risque est initiée par des fonds indépendants privés (selon Industrie Canada). Cependant, une portion importante de l'investissement provient de fonds soutenus par le gouvernement, soit directement (p. ex., BDC Capital ou Investissement Québec) ou indirectement (p. ex., en vertu des crédits d'impôt comme les fonds fiscalisés ou les caisses de retraite du secteur public). En outre, certains fonds indépendants peuvent obtenir des capitaux de la part de fonds liés au gouvernement. Par conséquent, la présence réelle du gouvernement dans le capital de risque est plus importante que celle montrée dans la plupart des recensions. Ainsi, la Figure 8 donne l'image des capitaux directement investis par le gouvernement en capital de risque, mais plusieurs des fonds dits privés ont en fait reçu des injections de capital d'entités gouvernementales telles qu'Investissement Québec, comme il est mentionné dans la section précédente.

À cet égard, les fonds américains jouent un rôle important sur la scène canadienne. Toujours selon les données d'Industrie Canada, ceux-ci ont représenté environ 40 % des investissements en capital de risque au Canada en 2013 et en 2014. Par conséquent, étant donné que les fonds américains sont essentiellement privés, cela signifie que la majeure partie de l'investissement en capital de risque émanant de fonds canadiens est soutenue par le gouvernement (voir la Figure 5, laquelle détaille la ventilation du pays d'origine des fonds). Certains intervenants semblent jouer des rôles stratégiques dans le milieu.

Les fonds fiscalisés (Fonds de solidarité FTQ, Fondation CSN, Capital régional et coopératif Desjardins) jouent un rôle majeur dans l'écosystème financier québécois. Ce rôle est assumé

autant de manière directe qu'indirecte en capital de risque. Fondation CSN et le Fonds de solidarité FTQ ont une présence indirecte importante dans l'industrie du capital de risque québécoise (notamment par l'intermédiaire de fonds et de fonds de fonds). En 2014, selon les données compilées par le CVCPEA, Fondation CSN aurait investi 51 millions de dollars directement dans neuf transactions alors que le Fonds de solidarité FTQ aurait investi directement 87 millions dans 17 transactions, ce qui fait d'eux des joueurs institutionnels importants. Fondation CSN et le Fonds de solidarité FTQ sont également présents dans le marché des titres d'entreprises à petite capitalisation. Toutefois, il faut noter que la majeure partie des placements boursiers du Fonds de solidarité FTQ sont dans des entreprises relativement importantes. Ainsi, au 31 mai 2014, environ la moitié du portefeuille de titres boursiers (sur une base de coût) était investie dans six entreprises majeures : AIMIA, Bombardier, CGI, Cogeco Câble, WSP Global (anciennement Genivar) et Transforce.

Une analyse des flux de trésorerie entre 2008 et 2013 (Tableau 8) révèle un certain nombre de tendances lourdes qui peuvent affecter la stratégie des fonds fiscalisés ainsi que leur marge de manœuvre. Premièrement, les nouveaux investissements en capital de développement ont connu une croissance importante, atteignant près d'un milliard de dollars au cours de la dernière période, un niveau représentant presque le double de celui atteint cinq ans auparavant. Toutefois, cet accroissement du niveau d'investissement est aussi accompagné d'une hausse encore plus rapide des cessions de participations (désinvestissements), celles-ci dépassant 700 millions de dollars, soit plus du triple du niveau atteint cinq ans avant. À moyen terme, la continuation de ces deux tendances implique que les nouveaux investissements en capital de développement seront essentiellement financés par les cessions d'investissements antérieurs. Deuxièmement, les deux dernières années ont été marquées par des pertes en capital importantes à la cession d'investissements. Troisièmement, le niveau de rachat du capital-actions a plus que triplé en cinq ans, atteignant environ 700 millions de dollars au cours des deux derniers exercices. L'ampleur des fonds alloués au rachat de capital-actions reflète la maturité des investisseurs dans les fonds, plusieurs atteignant ou ayant atteint l'âge de la retraite, et implique qu'une bonne partie des capitaux levés auprès de nouveaux investisseurs dans le futur risque de servir à racheter les participations des investisseurs existants désireux de sortir du capital. La disparition graduelle des crédits d'impôt fédéraux ainsi que l'imposition de plafonds d'émissions par le gouvernement pourraient amener des enjeux de capitalisation et de liquidités pour les fonds si les rachats poursuivent leur tendance actuelle.

Section 2 Capital de risque et capital de développement : enjeux et préoccupations

Les évaluations de la valeur économique du capital de développement et du capital de risque sont difficiles à effectuer. Comme nous l'avons vu, un premier défi est la qualité des données pertinentes à l'analyse. Le deuxième défi est l'hétérogénéité considérable des types d'investissement de l'industrie. Qui plus est, la nature de l'évaluation de valeur économique est différente pour les deux types de capitaux (soit de développement ou de risque) et fait l'objet de certaines controverses. Par exemple, le capital de développement est perçu par certains comme soutenant des gains hors norme pour un nombre restreint d'investisseurs, et ce, au détriment de l'économie dans son ensemble (dans le cas, par exemple, d'acquisitions par des fonds de rachat qui mènent à des licenciements). En revanche, la question de savoir si le capital de risque soutient vraiment l'innovation est certainement légitime, d'autant plus qu'il s'agit d'un domaine où les politiques publiques ont une forte influence. Ces questions sont abordées dans cette partie du Volet A. La littérature académique sur ces aspects n'étant pas très développée, nous présentons un aperçu des recherches effectuées dans le cadre d'une étude sur le capital de risque.

2.1 Impact du capital de développement sur l'économie

Jensen (1989) a émis l'hypothèse que le capital de développement pourrait améliorer le fonctionnement d'une entreprise donnée par le truchement d'une surveillance plus étroite de ses gestionnaires. En effet, il soutient que les acquisitions par emprunt pourraient effectivement contraindre les concurrents de l'entreprise ciblée à améliorer leur propre performance. La performance supérieure, ou améliorée, des entreprises soutenues par le capital de développement a d'abord été soutenue par un certain nombre d'études de cas et, plus récemment, par une grande enquête internationale. Dans une autre optique, il y a également eu quelques critiques acerbes du capital de développement, mettant en exergue les licenciements massifs et les perturbations opérationnelles bénéficiant généralement davantage aux investisseurs. Plusieurs études de cas soulignent ainsi l'impact négatif du financement par capital de développement.

Une deuxième préoccupation porte sur l'impact du financement par capital de développement sur l'amplitude des cycles économiques. Selon un certain raisonnement, la cyclicité du financement par capital de développement fait qu'il est relativement abondant dans certaines périodes, menant à beaucoup de transactions et à un plus grand emploi de leviers, mais qui finit aussi par encourager des investissements plus risqués. Nous avons vu précédemment qu'une plus grande offre de capitaux pour les fonds de capital de développement est associée à un rendement inférieur des années d'investissement associées. Diverses études appuient cette logique d'alternance entre prospérité et récession. Toutefois, les entreprises financées par le capital de développement peuvent se révéler mieux équipées pour faire face aux conditions économiques difficiles, bénéficiant du soutien concentré d'investisseurs capables de tolérer un certain ralentissement.

Une étude récente de Bernstein *et al.* (2010) aborde ces questions à l'aide d'une analyse statistique globale fondée sur la combinaison de deux ensembles de données (un ensemble compilé par Capital IQ et l'autre par l'OCDE) qui étudie 14 300 transactions impliquant 13 100 entreprises différentes couvrant une gamme complète d'industries et de pays entre 1986 et 2007.

Les résultats de l'étude peuvent être résumés ainsi :

- Les industries témoins de transactions facilitées par le capital de développement ont des taux de croissance nettement plus élevés sur les plans de la production et de la valeur ajoutée;
- Dans les industries où il y a présence de capital de développement, il y a peu de différences importantes entre les industries à faible niveau de participation du capital de développement et celles à fort niveau de participation du capital de développement;
- L'activité des industries bénéficiant d'un soutien du capital de développement ne semble pas être plus volatile que celle des industries sans soutien du capital de développement. En effet, la volatilité semble même réduite pour certains indicateurs, tels que les salaires totaux et l'emploi.

Différents tests de causalité inverse sont effectués par Bernstein *et al.* pour valider que les résultats ne sont pas causés par les fonds de capital de développement favorisant systématiquement l'investissement dans les industries qui croissent plus vite tout en subissant moins de volatilité.

2.2 Cycles de vie et structures organisationnelles des entreprises de capital de risque

Un compte rendu complet de la recherche académique sur le capital de risque produit par Da Rin *et al.* (2012) se retrouve dans le Volume 2 de leur « Manuel de l'économie de la finance ». Nous avons considéré, dans la section 1.1, les défis méthodologiques et de données associés à ces recherches, ainsi que le problème de la définition de ce qui constitue un rendement. Avant de jeter un regard approfondi sur la relation entre capital de risque et innovation (à la Section 2.4 qui suit), nous nous concentrons d'abord sur le traitement que fait l'enquête de Da Rin *et al.* du cycle de vie de l'investissement de capital de risque et sur les structures organisationnelles des entreprises de capital de risque. Nous terminons en considérant les recherches ayant une portée sur l'énonciation des politiques gouvernementales. Il nous apparaît clair que ces sujets sont au cœur de la discussion de l'écosystème québécois (traitée dans le volet B de ce rapport).

Les auteurs de l'ouvrage mentionné précédemment proposent une caractérisation standard du capital de risque : l'activité de gestionnaires professionnels d'actifs investissant des fonds d'investisseurs institutionnels et de particuliers fortunés dans de nouvelles entreprises prometteuses avec un potentiel de croissance élevé. En guise d'introduction, les investissements

dans l'industrie du capital de risque aux États-Unis étaient de 610 millions de dollars en 1980 pour ensuite croître à 2,3 milliards de dollars en 1990 et culminer à environ 100 milliards de dollars durant la bulle Internet, avant de se stabiliser à 30 milliards de dollars en 2010. Quelque 200 nouveaux fonds ont été créés en moyenne chaque année depuis 2000 (jusqu'en 2010), la moitié des investissements totaux provenant de l'Europe et de l'Asie.

Cycle de vie des investissements en capital de risque

D'où provient la demande pour le capital de risque ? Une analyse générale des sources de flux de capital de risque est donnée à la Section 3.2 traitant de l'entrepreneuriat. En pratique, la majeure partie des transactions impliquent des détachements de nouvelles entités (*spin-offs*) où les fondateurs de nouvelles entreprises copient, adaptent ou modifient des idées et des procédures développées ou adoptées dans des projets précédents. À cet égard, la *Silicon Valley* et la route 128 de Boston sont de véritables incubateurs. Les entreprises qui réussissent sont plus susceptibles de naître là où leur force provient des connaissances techniques et commerciales des entreprises dont elles se sont détachées.

Un autre point de vue sur la demande de financement concerne les types de possibilités *appropriées* au financement par le capital de risque. D'une certaine façon, cette considération est au cœur de la décision de financement et elle est quelque peu folklorique : les économistes ont observé que les investissements de capital de risque basés sur des considérations sectorielles épuisent le stock de possibilités d'investissements dans un secteur donné, en permettant toutefois un approfondissement de l'expérience de ce dernier. Cette tension conduit à des déséquilibres dynamiques et cycliques de l'investissement.

Quelles sont les options au financement par capital de risque ?

Un financement par la banque est offert par le truchement d'une dette alors que le capital de risque consiste en la prise de position en capital-actions partagée avec l'entrepreneur, en équilibrant idéalement les incitatifs entre les deux parties. Le capital de risque est tout indiqué lorsque sa valeur marginale est élevée. La contribution se produit généralement après l'investissement, mais une certaine portion de la littérature observe également une plus grande compétence du capital de risque par rapport aux banques en matière de préinvestissement, non seulement en matière de dépistage, mais aussi par une plus grande facilité à saisir les idées porteuses.

Comment apparie-t-on les entrepreneurs et les différentes sociétés de capital de risque ?

La recherche universitaire sur l'enjeu de la correspondance (*matching*) a produit quelques conclusions, faisant généralement ressortir les facteurs, comme le réseau social, la confiance mutuelle, voire l'appartenance ethnique, comme favorisant l'appariement des entrepreneurs et des investisseurs. Une question qui demeure ouverte est la mesure dans laquelle la dimension

sociale de l'appariement complète – ou remplace complètement – l'attrait pur exercé par l'opportunité d'affaire en tant que telle.

Quelle valeur ajoutée l'investisseur de capital de risque apporte-t-il ?

Deux activités sont ici comparées : 1) les services à valeur ajoutée consentis par l'investisseur (susceptibles de bénéficier à la fois à l'entreprise et à l'entrepreneur) et 2) les mesures de contrôle (réalisées au profit de la société mais au détriment du fondateur). Il existe des preuves solides que les entreprises financées par le capital de risque exhibent un plus grand professionnalisme dans la gestion de l'entreprise. Simultanément, les recherches indiquent que les chances de remplacer le fondateur par un chef de la direction professionnel doublent lorsque le capital de risque finance initialement l'entreprise. La recherche a également démontré un effet positif de la participation active de l'investisseur de capital de risque sur une sortie réussie. D'un point de vue méthodologique, il est toutefois difficile dans ce domaine de distinguer les effets d'implication (ou « de traitement ») des simples effets de sélection initiale de l'entreprise. La recherche est donc prudente à cet égard, de telle sorte que l'importance des effets du soutien du capital de risque à valeur ajoutée pourrait effectivement être sous-estimée.

Quel est l'impact de l'étalement (staging) des investissements de capital de risque ?

Cette question explore le compromis entre 1) la fourniture de tous les fonds nécessaires par le capital de risque dès le départ et 2) une approche de déboursés graduels, selon laquelle les tranches de financement sont avancées au fur et à mesure qu'elles sont exigées et justifiées. L'approche d'étalement est évidemment utile pour atténuer le risque propre au capital de risque, mais elle crée aussi un cadre qui augmente le potentiel de conflits entre l'entrepreneur, les investisseurs initiaux (considérés comme initiés) et de nouveaux investisseurs (les *outsiders*). La recherche suggère que l'étalement est plus fréquent à mesure qu'augmente la distance géographique entre l'entreprise et l'investisseur. Dans l'ensemble, il faut garder à l'esprit que l'étalement représente une forme de contrat incomplet dont on connaît peu les clauses plus sophistiquées (soit celles des conditions rattachées à l'étalement). En outre, il est difficile de distinguer entre l'intention *ex ante* et l'obtention du résultat escompté *ex post*.

Quels facteurs déterminent la configuration de la sortie (exit) des investisseurs de capital de risque ?

Les données de flux de trésorerie pour les entreprises financées par le truchement de capital de risque sont difficiles à obtenir (voir la Section 1.1). L'information la plus abondante est le type de sortie, soit : un premier appel public à l'épargne (PAPE, ou en anglais : *Initial public offering – IPO*) ou la vente (dans le cas de sorties réussies) contre la fermeture ou l'existence continue précaire de l'entreprise (sorties non réussies ou non complétées). En général, la recherche empirique (basée sur 25 années de données) appuie la proposition que les entreprises financées par du capital de risque sont plus susceptibles de passer par un PAPE, sont plus susceptibles

d'être acquises et sont moins susceptibles d'échouer. Il ne semble pas y avoir de preuve que les placements en capital de risque dissimulent des échecs sous forme d'acquisitions. Il convient également de noter que les variables de « relations et réseaux » sont associées à des sorties réussies.

Quels sont les enjeux entourant la structure organisationnelle d'une compagnie de capital de risque ?

La structure typique d'un fonds de capital de risque implique un petit groupe (individus ou entreprises) : ce sont les associés commandités, ou plus simplement les *GP*, pour *General Partners*, lesquels effectuent un petit apport de capitaux au fonds. Les associés commandités assument la gestion du fonds. Le fonds recueille ensuite des investissements auprès d'investisseurs institutionnels et de particuliers fortunés grâce à des véhicules eux-mêmes appelés « fonds » : ce sont les commanditaires, ou les *LP*, pour *Limited Partners*. Le fonds aura une espérance de durée de vie typique de dix ans. Pendant cette période, les *GP* font d'abord la sélection des sociétés qui feront partie du portefeuille du fonds, puis surveillent, dirigent et fournissent des services avec pour objectifs d'effectuer une sortie réussie des entreprises soutenues. Les rendements ainsi produits sont distribués aux *LP*. Les *GP* reçoivent quant à eux une compensation sous forme de frais de gestion et de paiements basés sur la performance (appelés « intérêts reportés », ou *carried interests*). La société de capital de risque est identifiée aux *GP* : la *société de portefeuille* réfère quant à elle à une entreprise en démarrage financée par le fonds.

La structure organisationnelle présentée ci-dessus est caractéristique des entreprises de capital de risque indépendantes. Il existe également des entreprises de capital de risque dites *captives*, dont : 1) les structures de capital de risque d'entreprise (*CRE*), qui permettent à des compagnies de faire des investissements directement à partir de leur bilan ou par l'entremise d'une filiale en propriété exclusive, 2) une structure permettant aux banques d'investir dans le capital de risque (*CRB*) ou 3) le capital de risque émanant des gouvernements (*CRG*), lesquels peuvent piloter l'usage de fonds de capital de risque (par exemple, par le biais de la Banque de développement du Canada).

Nous examinerons maintenant plus en détail les diverses dynamiques pouvant découler de ces différentes structures. Les questions et les idées fournies par la littérature académique sont résumées sous forme de liste. Ces conclusions sont présentées de façon plus élaborée dans l'ouvrage de Da Rin *et al.* (2012) :

- L'avantage théorique de la structure *CRE* est stratégique. Si les sociétés de portefeuille ont des technologies complémentaires, il peut y avoir un avantage concurrentiel par rapport aux entreprises de capital de risque indépendantes de par un accès accru au marché, notamment. Toutefois, avec des sociétés de portefeuille pouvant se substituer

l'une à l'autre, des conflits entre les objectifs stratégiques et financiers du CRE peuvent facilement surgir. Cette tension potentielle a fait l'objet de plusieurs travaux de recherche employant diverses méthodologies. Il semblerait notamment que la majorité des CRE ne versent pas d'incitatifs de rémunération pour les cadres supérieurs, lesquels tendent ainsi à investir dans des sociétés plus sûres et à un stade plus avancé, ce qui ramène un rendement moindre. La mesure dans laquelle une structure CRE profite à la société mère n'est pas encore bien établie, malgré le fait que le CRE occupe une place grandissante dans le capital de risque (voir <https://www.cbinsights.com/corporate-venture-capital-2014>).

- Les banques, par le truchement du CRB, expriment une tendance à faire des investissements à des stades plus avancés dans des projets financés par de grands regroupements et dans des entreprises d'industries caractérisées par de hauts niveaux d'endettement et de levier financier.
- Il y a une grande variabilité dans la façon dont les gouvernements peuvent financer les entreprises de capital de risque : 1) crédit d'impôt aux entreprises de capital de risque, 2) fonds de contrepartie pour augmenter la participation du secteur privé et 3) la propriété directe. Le capital de risque gouvernemental a généralement d'autres objectifs à envisager en plus de la simple rentabilité financière. Il existe certaines preuves que les sociétés de portefeuille qui sont financées conjointement par les entreprises de capital de risque indépendantes et par les sources gouvernementales de capital de risque ont des taux de sortie réussie plus élevés (ainsi que des taux de production de brevets). Ces résultats ne sont toutefois pas applicables lorsque les CRG sont comparés directement aux entreprises indépendantes de capital de risque. Certaines questions demeurent, notamment par rapport à la possibilité que le CRG évince les fonds de capital de risque privés en leur ravissant des parts de marché. Da Rin *et al.* observent que les comparaisons entre les secteurs privé et gouvernemental en matière de capital de risque ne révèlent aucune tendance nette et concluent que « les jugements simplistes visant à établir que le CRG est meilleur ou pire que le capital de risque privé sont inappropriés ».
- En ce qui concerne l'organisation interne d'une société ou d'un fonds de capital de risque, il existe certaines preuves que l'expérience (capital humain) et la spécialisation des différents partenaires sont des déterminants importants de la façon dont ces sociétés investissent et réalisent des sorties réussies.
- Les opérations/transactions transfrontalières sont monnaie courante à l'extérieur des États-Unis, mais la majorité des transactions en capital de risque aux États-Unis sont internes. Certaines recherches suggèrent que la distance, dans le cadre de transactions internationales de capital de risque, est négativement corrélée au succès. Le résultat est toutefois inversé lorsqu'il y a présence d'un partenaire local du groupement.
- Un concept en émergence est celui de réseaux basés sur le regroupement (*syndication-based networks*) et son lien avec la performance. Les sociétés de capital de risque dotées d'un réseau plus central ont un taux plus élevé de PAPE et d'acquisitions de leurs

sociétés de portefeuille. Toutefois, la direction et la nature de la relation causale demeurent encore à étudier.

- Les jeunes sociétés de capital de risque ont des intérêts reportés inférieurs mais des frais de gestion plus élevés, de telle sorte que l'indemnisation des commanditaires (*LP*) varie moins en fonction de la performance.

Y a-t-il un consensus sur le rôle des politiques publiques par rapport au capital de risque ?

Plusieurs justifications sont avancées en faveur d'un rôle quelconque du gouvernement en matière de capital de risque, se résumant généralement à 1) une défaillance du marché dans le financement des entreprises à un stade précoce, en raison des problèmes d'information, et 2) des défis institutionnels pour la mise en place d'une industrie du capital de risque. En général, les recherches sur le rôle des politiques publiques en matière de capital de risque sont quelque peu éparpillées. À notre connaissance, il n'existe aucune évaluation *systematique* des coûts impliqués par le soutien gouvernemental du capital de risque (par exemple, l'impact fiscal de la réduction de l'impôt sur les gains en capital). Ce faisant, il n'existe pas non plus de recherches normatives sur la direction qu'une potentielle intervention gouvernementale devrait prendre afin d'être optimale.

2.3 Capital de risque et innovation

Une des raisons soutenant l'appui public de l'industrie du capital de risque est l'espoir de reproduire les résultats atteints aux États-Unis par le capital de risque privé, lequel a grandement stimulé l'innovation. Dans quelle mesure cet objectif est-il réaliste ?

L'impact de l'investissement de capital de risque sur l'innovation aux États-Unis fait l'objet d'une évaluation dans un article de Kortum et Lerner (2000) intitulé « Évaluation de la contribution du capital de risque à l'innovation », basé sur les données de 20 industries manufacturières sur une période de 20 ans. Les résultats bruts de régression montrent que le capital de risque est associé à une augmentation importante du nombre de brevets obtenus. Le résultat est robuste même lorsque soumis à une variété de spécifications de modélisation concernant le capital de risque, la R.-D. et les brevets, ainsi qu'à différentes définitions du capital de risque.

L'article cité précédemment est également sensible au rôle joué par une variable masquée – dans ce cas, l'arrivée massive d'opportunités technologiques – laquelle pourrait éventuellement biaiser les résultats au profit d'une relation positive entre l'investissement de capital de risque et la délivrance de brevets. Une solution technique consiste à effectuer une analyse par variable instrumentale qui exploite un changement réglementaire ayant permis aux fonds de pension d'investir dans le capital de risque. Une analyse à portée moins statistique se concentre, pour sa part, sur la relation entre l'investissement de capital de risque et le ratio brevet/R.-D. (par opposition au simple nombre de brevets).

Même après ces ajustements, les auteurs concluent qu'avec une simple part de 3 % des investissements totaux, le capital de risque est responsable à lui seul de 8 % de l'innovation industrielle au cours de la décennie s'achevant au milieu des années 1990.

Une autre caractéristique intéressante de l'article est qu'il évalue la *qualité* des brevets, laquelle pourrait être moins liée à l'innovation fondamentale qu'à un signal de qualité potentielle pour les investisseurs. En utilisant un échantillon restreint, les résultats suggèrent que le soutien du capital de risque ne mène pas à des brevets de qualité inférieure.

Les résultats de cette étude sont exploratoires plutôt que concluants. En plus de devoir faire l'objet d'une mise à jour, l'étude n'emploie pas de modèle testant l'enjeu fondamental, à savoir quels sont les déterminants de l'avantage du capital de risque dans le financement de l'innovation ? Est-il lié à un meilleur dépistage *ex ante* ou à une meilleure surveillance après l'investissement (*ex post*) ? Par ailleurs – et si un tel avantage existe – comment pourrait-il ne pas être systématiquement imité à l'interne par les services de R.-D. des grandes entreprises ?

Finalement, une autre question consiste à évaluer la mesure dans laquelle la connexion entre capital de risque et innovation constitue un phénomène américain plutôt qu'universel.

Section 3 Principales leçons en matière de capital de risque pour le Québec

Cette section se concentre sur trois thèmes d'intérêt particulier pour l'industrie du capital de risque au Québec. Ces thèmes sont : la nature changeante de l'investissement de capital de risque, le rôle de l'entrepreneuriat et l'émergence de différentes sources de financement.

3.1 Nature changeante des investissements en capital de risque

La mauvaise performance de l'industrie du capital de risque au cours des dernières années a mené certains observateurs à affirmer que son succès antérieur était une sorte d'aberration, laquelle se résorberait normalement par une réduction de l'industrie. Kaplan et Lerner (2010) ont à cet égard une vision anticonformiste en prétendant que l'industrie du capital de risque se comporte, en fait, comme n'importe quel marché de capitaux et qu'il serait au mieux imprudent de tenter de le guider. Leurs arguments sont instructifs et offrent un aperçu crédible de ce que l'avenir réserve au capital de risque. À cet égard, leur perspective est pertinente pour les fins du présent rapport.

Les auteurs nous rappellent d'abord que le capital de risque a pour objectif d'établir des liens entre des entrepreneurs ayant des idées mais pas de capital et des investisseurs à la recherche de bonnes idées. Ce processus d'interconnexion comporte des caractéristiques remarquables, dont les trois suivantes. Tout d'abord, le processus implique du temps et des efforts considérables en dépistage de nouvelles propositions d'affaires. Deuxièmement, les investissements sont soigneusement structurés de façon à maximiser l'impact du capital. Enfin, l'investisseur de capital de risque ajoute de la valeur au processus en surveillant la performance, en aidant à l'orientation stratégique et à la gestion avec pour objectif ultime de faire croître l'entreprise.

Au cours des dernières années, environ 600 000 nouvelles entreprises ont vu le jour aux États-Unis, et les observations suggèrent que 1/6 de 1 % de ces entreprises bénéficient de fonds de capital de risque de premier tour. D'autre part, plus de 60 % des introductions en bourse durant la période de 1999 à 2009 qui étaient de véritables *start-ups* industriels (excluant donc, par exemple, les institutions financières, les fonds de placement immobilier, les scissions) avaient obtenu le soutien de capital de risque. Donc, bien que les processus de PAPE et de soutien du capital de risque soient, de par leur nature, des activités relativement rares, ils sont fortement corrélés l'une à l'autre.

L'argument selon lequel il existe un excès de capitaux dans l'industrie du capital de risque fait peu de cas de la réalité de la croissance de l'économie et du marché boursier. Les auteurs affirment que le marché du capital de risque des États-Unis a été plutôt stable ces 30 dernières années par rapport à l'ensemble du marché boursier « [e]t le rythme récent des promesses – et, en particulier, des investissements – de capital de risque est dans la moyenne historique plutôt que très élevé », de rajouter les auteurs.

La question de la persistance de la performance des fonds de capital de risque soulève la question corollaire de savoir s'il est raisonnable d'investir dans un fonds de capital de risque qui n'est pas d'un quartile, voire d'un décile supérieur. Les auteurs soulignent qu'une persistance aux alentours de 50 % s'étend au premier tercile, un résultat qui n'est toutefois pas concluant dans la mesure où le hasard pour un tel groupe donnerait normalement une persistance à 33 % (où une persistance complète s'établirait à 100 %). En outre, au-delà d'une certaine taille de fonds, la performance tend à décliner (voir à cet effet la Figure 9).

Certains pessimistes par rapport à l'avenir de l'industrie du capital de risque voient d'un mauvais œil le déclin des introductions en bourse entre 2004 et 2007. L'article leur rétorque que le cadre réglementaire régissant le capital de risque deviendra éventuellement moins coûteux et plus facile à gérer, menant à l'émergence dans le marché de banques d'investissement spécialisées, bénéficiant d'incitatifs à l'introduction en bourse. En outre, il existe d'autres avenues par lesquelles le capital de risque peut effectuer une sortie, outre le PAPE.

Les optimistes par rapport à l'avenir du capital de risque basent également leurs espoirs sur la transformation en cours de la R.-D. en entreprise d'un modèle de type « laboratoire centralisé » (dont *Bell Laboratories* et *IBM Central Research*, s'appuyant tous deux sur des prix Nobel, sont des exemples types) vers un système d'*innovation ouverte*, impliquant des alliances avec des petites entreprises innovantes et/ou des acquisitions de telles entreprises. Des deux approches, la seconde alimentera certainement davantage la demande pour le capital de risque à moyen et à long termes.

Dans ce contexte, il est clair que les fonds de capital de risque se devront d'avoir accès aux entreprises bénéficiant d'une relation établie ou émergente en ce qui touche les stratégies de recherche de grandes sociétés. L'industrie du capital de risque continuera de relier les entrepreneurs aux sources de capital, si ce n'est que par le procédé décrit ci-dessus. Ajoutons à cette évolution un contexte de plus en plus international, avec des alliances reflétant des capacités différentes pour sélectionner et gérer les nouvelles entreprises. L'optimisme y trouve de solides fondements.

3.2 Importance de l'entrepreneuriat

En faisant l'analyse de l'écosystème financier du capital de développement et du capital de risque, il est facile d'oublier la réalité que la demande pour du capital provient de l'entrepreneur, lequel est au cœur de ce marché. La particularité de l'entrepreneur est sa capacité à innover, combinée avec un désir d'apporter son innovation au marché. En prenant sous sa responsabilité la gestion de l'entreprise qui est créée pour traduire une idée en réalité marchande, l'entrepreneur prend des risques qui sont en général financièrement atténués par l'apport de capital de développement.

Au cours des dernières années, *l'entrepreneuriat* est revenu à l'avant-scène, bien qu'en tant que concept il soit très difficile à cerner et à mesurer (p. ex. comment comparer l'intensité

entrepreneuriale entre les pays, ou déterminer si une économie souffre d'un « déficit entrepreneurial » ?). Dans ce contexte, une politique publique de l'entrepreneuriat semble au mieux complexe et requiert un effort marqué de définition et de circonscription de son application. Nous considérons ici trois thèmes : 1) mesurer l'entrepreneuriat, 2) la culture entrepreneuriale et 3) l'entrepreneur dit « en série ». Par la suite, nous présentons une tentative concrète visant à favoriser l'esprit entrepreneurial dans le secteur de la santé.

Mesurer l'entrepreneuriat

Les études concernant les déterminants de l'entrepreneuriat ou de « l'esprit d'entreprise » sont relativement récentes. Récemment (octobre 2014), Industrie Canada a publié un document intitulé *Déterminants de l'entrepreneuriat au Canada : L'état des connaissances*. Se basant sur un cadre établi par l'OCDE intitulé *Indicateurs de développements de l'entrepreneuriat* (voir le Tableau 10), l'objectif de l'étude canadienne est d'évaluer les performances de l'entrepreneuriat canadien par rapport à d'autres pays de l'OCDE, avec comme objectif d'élaborer des politiques publiques pour encourager et favoriser l'entrepreneuriat.

Tout comme pour le cadre de l'OCDE, les indicateurs employés par l'étude d'Industrie Canada se divisent en six catégories :

1. Cadre réglementaire;
2. Conditions de marché;
3. Accès au financement;
4. Création et diffusion de connaissances;
5. Capacités entrepreneuriales;
6. Culture.

La première catégorie est elle-même divisée en six composantes, soit : la charge administrative au démarrage, la charge administrative durant la croissance, les règles concernant la faillite, les règles liées aux produits, les impôts des entreprises et sur le capital et le système de brevets. L'analyse procède composante par composante. À titre d'exemple, le Canada se classe bien par rapport à ses pairs internationaux concernant notamment la charge administrative au démarrage. Selon le rapport de la Banque mondiale *Doing Business 2013*, il est noté que le Canada est classé aux trois premiers rangs de façon continue de 2002 à 2010 en ce qui concerne la facilité de démarrer une entreprise. Le Canada possède une procédure unique pour le démarrage d'une entreprise et exige une courte période d'attente de cinq jours pour obtenir les approbations gouvernementales appropriées. Le coût relié au démarrage d'entreprise est estimé à environ 0,4 % du revenu moyen par habitant; selon Statistique Canada, les coûts d'enregistrement d'une entreprise sont en moyenne de 181 dollars (par entreprise). En comparaison, il y a six procédures à franchir aux États-Unis, assorties d'une période d'attente de six jours et d'un coût équivalent à

1,4 % du revenu moyen par habitant. Cela place les États-Unis au 13^e rang en termes de facilité de démarrage d'entreprise, alors que le Canada se classe au 3^e rang. La réduction du fardeau administratif entourant le lancement d'une entreprise a fait l'objet d'une grande attention du gouvernement canadien, comme en témoigne la *Red Tape Reduction Commission* (« La Commission sur la réduction de la paperasse »). Plusieurs initiatives ont été créées avec comme objectif de faciliter la création d'entreprises, témoignant d'une forte volonté politique de soutenir les PME.

Pour prendre un autre exemple, un autre indicateur consiste à déterminer « un score global de réglementation des produits », basé sur une série d'études, dont la publication de l'OCDE intitulée *Dix ans de réforme de marché des produits dans les pays de l'OCDE* (2009). Selon cet indicateur de réglementation des produits, le Canada se classe 5^e, cette fois derrière les États-Unis.

La zone ombrée du Tableau 9 indique le matériel couvert dans le rapport canadien cité plus haut. Ce projet est en cours, comme seulement les deux premières sections ont été documentées à ce jour. En outre, les données étant limitées, l'étude ne vise pas à fournir une analyse de causalité, mais offre plutôt une évaluation qualitative de l'environnement entrepreneurial international.

Comme elle aborde ces questions en utilisant une méthodologie relativement formelle, l'étude d'Industrie Canada est importante dans la mesure où elle attire l'attention sur les principaux aspects de l'entrepreneuriat. Néanmoins, elle demeure peu satisfaisante du fait que ses conclusions ne peuvent pas dépasser le simple diagnostic général. En effet, des classements basés sur les indices artificiels sont très difficiles à interpréter de façon plus granulaire. Quelles réalités soutiennent des différences dans un index particulier à un point donné dans le temps ? Comment la trentaine d'indices pourrait-elle finalement être agrégée dans un méta-indice (à supposer qu'il s'agisse là de l'objectif ultime) ?

Nous avons trouvé le sixième indicateur, soit la « Culture » particulièrement pertinente pour le présent rapport. Les composantes de l'indicateur sont : l'attitude par rapport au risque dans la société, l'attitude envers les entrepreneurs, le désir de propriété d'une entreprise, les attitudes à l'égard des enseignements en matière d'entrepreneuriat. Ces questions ont fait l'objet d'une publication récente de la firme comptable *PricewaterhouseCoopers* et du cabinet d'avocats Fraser Milner Casgrain (maintenant *Dentons*).

Défis culturels en matière d'entrepreneuriat au Québec

Au début de cette publication intitulée *Pour une démocratisation du financement de nos entreprises* (2011), les résultats d'une enquête menée par la *Fondation de l'entrepreneurship* et la Banque de développement du Canada indiquent que l'impulsion entrepreneuriale au Québec est moindre que dans le reste du Canada (voir le Tableau 10).

Concernant cette dernière étude, il est permis de remettre en question la méthodologie derrière l'enquête, de même que la formulation des questions posées. Qui plus est, les différences d'attitudes fondamentales sont éminemment difficiles à mesurer. Mais il ne s'en dégage pas moins une impression que l'avenue de la création d'une entreprise pour promouvoir une innovation est moins fréquentée au Québec que dans le reste du Canada et certainement moins qu'aux États-Unis. Dans ce contexte, la question de l'évolution des marchés des capitaux ne doit pas être analysée indépendamment de la demande de l'entrepreneur qui, rappelons-le, est au centre de l'univers de ces marchés. Autrement dit, des marchés des capitaux moins développés peuvent être simplement le résultat d'une plus faible *demande* pour des capitaux.

À la fin du document, les auteurs reviennent sur l'aspect culturel de l'étude et offrent plusieurs recommandations visant à promouvoir une culture entrepreneuriale au Québec :

- Accorder une attention particulière à l'importance et à la valeur de l'entrepreneurship et des entreprises motrices créatrices d'emplois dans les médias et les politiques gouvernementales.
- Mettre en place un réseau de programmes de mentorat, similaire au programme *Réseau M* de la Fondation de l'entrepreneurship du Québec et au « *Entrepreneurship Mentoring Program* » des États-Unis, afin d'encourager les entrepreneurs expérimentés, et qui ont réussi, à offrir des conseils aux nouveaux entrepreneurs.
- Publiciser davantage les réussites d'entreprises auprès des écoles secondaires, des cégeps et des universités.
- Accroître le nombre d'incubateurs similaires au Centre d'entreprises et d'innovation de Montréal ou, encore, aux organismes américains (Techstars) ou britanniques (The Difference Engine, Seedcamp).
- Favoriser davantage la création de centres de recherche qui répondraient aux besoins de recherche avancée des petites et moyennes entreprises, comme l'Institut national d'optique (INO) à Québec et le Centre de recherche sur les biotechnologies marines (CRBM) à Rimouski.

À notre avis, la généralité de ces recommandations (qui méritent toutes d'être poursuivies à un niveau ou à un autre) témoigne de la difficulté de distinguer, dans l'évaluation des forces et des faiblesses d'un écosystème financier, entre la culture telle qu'elle s'applique à la demande, d'une part, et les incitatifs du côté de l'offre, d'autre part.

Entrepreneurs en série

Un élément quasi mythique de l'entrepreneuriat est « l'entrepreneur en série ». Parmi les prototypes, on cite souvent Thomas Edison qui a inventé l'ampoule, le phonographe et le *stock ticker*. L'article de Gompers *et al.* (2010) avance la thèse selon laquelle il existe un phénomène de persistance de la performance en matière d'entrepreneuriat. Dans une étude basée sur des sources du *Dow Jones Venture* couvrant des données de 1975 à 2003, laquelle se concentre sur la

question de l'entrepreneuriat en série dans des entreprises financées par le capital de risque, des entrepreneurs en série sont identifiés par l'entremise de leur mention comme fondateurs dans plus d'une entreprise financée. La fraction de ces entrepreneurs en série par rapport au nombre total d'entrepreneurs a oscillé entre 10 % et 13 % entre 1990 et 2000, et ce, malgré une multiplication par cinq du nombre total d'entrepreneurs. Le phénomène semble donc exister aux États-Unis.

Une des explications du phénomène d'entrepreneur en série fait appel au concept de *market timing* ou de synchronicité avec le marché. Un entrepreneur ayant réussi (soit par une introduction en bourse ou un rachat de la société lancée) une première fois a 30 % de chances de réussir à nouveau, comparativement à 21 % pour un entrepreneur émergent et 22 % pour celui qui a essayé une première fois et échoué. Une explication parfois avancée est qu'un entrepreneur en série a une meilleure capacité d'anticiper le marché. À notre avis, une explication plus plausible est que ce type d'entrepreneurs développe des compétences spécifiques qui agissent comme facteurs déterminants de succès. Les deux explications peuvent toutefois être liées par la possibilité qu'il existe une corrélation entre les compétences spécifiques et le *market timing*.

Gompers *et al.* constatent également que certains déterminants d'une performance persistante de certains entrepreneurs sont liés aux perceptions de succès. Les entrepreneurs ayant mené des entreprises à maturité sont plus facilement en mesure de combiner à nouveau 1) du capital de qualité supérieure, 2) la main-d'œuvre qualifiée et 3) les services nécessaires à la création de nouveaux succès.

L'Écosystème d'innovation MaRS

MaRS Innovation (MI) se décrit comme l'agent de commercialisation officiel de la propriété intellectuelle générée par ses 15 membres. Puisant dans 1 milliard de dollars en R.-D. chaque année dans son centre de recherche de Toronto, les membres, issus de différents domaines de la santé (thérapeutique, dispositifs médicaux, imagerie diagnostique, fabrication avancée, entre autres), bénéficient de la capacité de MI à monétiser les actifs de recherche et de créer des produits commercialement viables.

Voulant prêter main-forte à la commercialisation de la R.-D. issue des communautés médicales et universitaires du Canada, le gouvernement fédéral a lancé en 2008 un « appel à l'action ». Une équipe de l'Université de Toronto a proposé d'agir comme courroie de transmission pour les découvertes médicales issues de l'Université et de ses sociétés affiliées. Cela a donné lieu à une subvention de 15 millions de dollars qui a été combinée avec un autre 15 millions de dollars de la part des membres du réseau et d'un 15 millions de dollars supplémentaires sous forme de services en nature. Les membres comprennent trois universités, neuf hôpitaux de recherche et d'enseignement, deux centres de recherche spécialisés et l'organisation sœur, le *MaRS Discovery District*.

À ce jour, MI a examiné plus de 1 000 nouvelles opportunités allant du développement de médicaments aux dispositifs médicaux. Une fois que MI accepte la divulgation de la propriété intellectuelle de l'un de ses membres, elle prend en charge la préparation des premières étapes du développement et de la commercialisation sur le marché. L'expertise de MI dans le financement, l'octroi de licences et la gestion du démarrage de projets est mise à profit pour encadrer les pratiques entrepreneuriales. Le portefeuille de MI contient actuellement 37 entreprises en démarrage, 20 technologies pouvant faire l'objet d'une licence et 30 projets potentiels aux premières étapes de démarrage.

Une des réussites les plus citées de MI est *ApneaDX Inc.* Tentant de répondre au besoin de systèmes de surveillance de l'apnée du sommeil de qualité clinique, *ApneaDX* a produit une solution de rechange de haute qualité, mais à faible coût par rapport aux technologies actuelles. En 2011, la société a complété sa validation clinique et a amassé l'année suivante 500 000 dollars en financement provenant de MI, de l'Ontario Brain Institute et de Johnson & Johnson. Après avoir reçu l'approbation de Santé Canada et une certification ISO, *ApneaDX* a obtenu une évaluation de précommercialisation de *MaRS Excite* en 2013. La société a lancé avec succès son produit en Ontario en 2013.

Un autre succès est celui de *Cellax*, une technologie exclusive de délivrance de médicaments par nanoparticules conçue pour améliorer l'efficacité et la sécurité du traitement du cancer. En 2011 et en 2012, l'équipe de recherche de *Cellax* a publié plusieurs articles montrant une amélioration importante de l'efficacité thérapeutique et de la réduction de la toxicité chez les patients. Cela a conduit à l'obtention de plus de 2 millions de dollars en subventions émanant des membres de MI et facilitées par ceux-ci. Plus tard en 2012, l'Ontario Institute for Cancer Research et MI ont annoncé un montant additionnel de 1,5 million de dollars pour développer davantage *Cellax*. *Cellax* a continué à faire l'objet d'essais précliniques et est maintenant en préparation d'essais cliniques pour 2015.

Cependant, MaRS a fait l'objet d'une certaine controverse en 2014 sur la construction d'une entité distincte mais connexe : la Tour 2 du *MaRS Discovery District*. Le gouvernement de l'Ontario avait prêté 234 millions de dollars à MaRS afin de contribuer au financement de la construction de nouveaux bureaux à Toronto. Cette aide était en plus d'une subvention initiale de 71 millions de dollars. Ayant du mal à trouver des entreprises innovantes et en démarrage pour remplir tout l'espace créé par la Tour 2, MaRS et une société immobilière privée se sont trouvées incapables de financer leur obligation. Le gouvernement libéral est intervenu et a ultimement consenti à acheter la Tour pour 317 millions de dollars et à y consolider des bureaux gouvernementaux. L'affaire a occasionné un contre-coup politique considérable. Cependant, MaRS rétorque que le type d'investissement public l'ayant jusqu'à ce jour soutenu est un énorme succès, étant donné qu'il a généré 3 milliards de dollars en activité économique depuis son lancement et attiré 1 milliard de dollars en capitaux. De ce dernier montant, 451 millions de

dollars étaient en 2013 seulement et à 78 % de sources privées. Une enquête de KPMG a révélé que 85 % des entreprises affiliées à MaRS ont trouvé que l'organisation avait amélioré leurs chances de succès.

3.3 Développements récents dans les sources de financement

Deux approches de financement sont passées en revue dans cette section, soit la prise de contrôle inversée et le recours aux marchés dispensés.

Prise de contrôle inversée

Les règlements et les exigences en matière de divulgation peuvent avoir un impact important sur le coût du financement et sur la performance des sociétés. Cela est particulièrement vrai pour les PME, lesquelles peuvent faire leur entrée sur les marchés boursiers canadiens à un stade précédant les premiers revenus, soit par le truchement d'un premier appel public à l'épargne (PAPE) ou une prise de contrôle inversée (PCI). Cette dernière méthode d'inscription contournée soumet les entreprises à moins de surveillance des diverses commissions des valeurs mobilières, un processus raccourci dont l'impact est analysé dans la publication *The Values of Capital Market Regulation: IPOs versus Reverse Mergers* (Carpentier *et al.*, 2012). Lors d'une introduction en bourse, les entreprises doivent être entièrement conformes en fournissant un prospectus et en suivant de strictes exigences réglementaires, un processus qui peut prendre de six à douze mois. La PCI est un processus distinct en ce que la divulgation n'est nécessaire qu'*après* l'obtention du financement principal. Ce processus prend beaucoup moins de temps (un ou deux mois), laissant moins de temps pour la diligence raisonnable, ce qui mène certains analystes à accoler à la PCI une mauvaise réputation. La différence dans les exigences d'inscription conduit à une asymétrie d'information et à des risques et incertitudes supplémentaires dont les effets sont analysés dans la source citée précédemment.

Le document illustre bien la prise de contrôle inversée sous la forme d'un diagramme que nous reproduisons à la Figure 10. Comme la figure l'indique, la société-écran (*shell company*) a une faible valeur marchande, et sa valeur est dominée par celle de la société privée d'exploitation. La vieille/nouvelle société acquiert une nouvelle injection de capitaux propres : la résultante est la structure d'actions donnée dans le coin supérieur droit de la figure.

En général, les exigences d'inscription réduites ont un impact négatif. Les rendements sur investissement suivant une introduction en bourse ou une PCI canadienne sont nettement plus bas que dans d'autres pays. Cependant, quelques entreprises présentent des rendements spectaculaires à la suite de ces étapes, ce qui pourrait expliquer une participation persistante des investisseurs. Le coût du capital est plus faible pour les introductions en bourse que par le truchement d'une PCI, reflétant la préférence des entreprises de qualité inférieure pour les avenues moins réglementées. Pourtant, les deux méthodes conduisent à une surévaluation,

probablement en raison d'un excès de confiance et d'un optimisme excessif, en particulier dans le cadre d'une PCI.

Les PCI sont le produit d'une fusion entre une société-écran publique et une société d'exploitation privée à la recherche d'une inscription sur un marché boursier. Normalement, la société privée a une valeur beaucoup plus élevée par rapport à la coquille publique, de sorte que lorsque les entités fusionnent et échangent leurs parts pour celles de la nouvelle entité, l'entreprise privée acquiert la majorité des actions de l'entité publique résultante. Ainsi, l'entreprise privée devient publique, mais avec des exigences de déclaration moindres, sans devoir distribuer de prospectus et sans effectuer une nouvelle émission d'actions. En fait, la législation interdit l'émission de nouvelles actions dans de tels cas. Ces entreprises privées obtiennent ainsi les actifs et la trésorerie de la société-écran existante et sont en mesure d'émettre des actions privées.

En ce qui concerne la réglementation, les principales différences entre les PAPE et les PCI s'établissent en termes de complexité et de divulgation. Les PCI ont la possibilité d'être structurées de différentes façons, soit comme 1) une acquisition, 2) un échange ou 3) un changement important. Ainsi, les régulateurs sont impliqués, mais seulement indirectement par rapport aux PAPE, lesquels sont standardisés et nécessitent une implication directe des commissions des valeurs mobilières. Les principaux documents déposés sont semblables dans les deux cas, mais les méthodes d'inscription diffèrent. Dans une introduction en bourse, un prospectus provisoire est présenté et examiné par la commission avant l'obtention (très réglementée) du visa définitif, alors que dans le cas de la PCI, la circulaire d'information est déposée sans être examinée par la commission. En outre, les banques d'investissement ne jouent aucun rôle dans une PCI, conférant généralement au processus une moins bonne réputation.

Quelques autres différences incluent le moment de déclaration des informations communiquées aux investisseurs. Dans le cas du PAPE, le prospectus est divulgué avant que les actions soient vendues, ce qui n'est pas le cas pour les circulaires d'information de la PCI, dont la divulgation survient *après* le financement. Cette différence dans la structure et la divulgation crée une asymétrie d'information importante. Les personnes impliquées dans la création de la société-écran ont souvent plus d'informations que les investisseurs privés amenés à bord après la PCI, puisque la divulgation n'intervient qu'après la fusion elle-même. Ces différences ont un impact négatif sur la réputation de la PCI, comme un contrôle réglementaire plus faible a permis l'émergence de certaines activités frauduleuses.

Les exigences réglementaires quelque peu laxistes de la PCI attirent, comparativement au PAPE, des entreprises à différents stades de développement, habituellement avec de moindres revenus. Ainsi, le prix d'une PCI devrait être inférieur à celui d'une introduction en bourse. D'autre part, la littérature en finance comportementale suggère que le prix d'inscription d'une PCI est fixé

principalement par les investisseurs les plus optimistes, ce qui signifie que le prix de la PCI peut être supérieur à celui du PAPE. Cependant, Carpentier *et al.* estiment que l'effet du coût du capital l'emporte sur l'effet de l'irrationalité, les amenant donc à prédire que le prix de la PCI sera généralement inférieur à celui d'un PAPE. Les erreurs d'évaluation et les impacts des coûts du capital pourraient réduire les rendements à long terme. Les auteurs explorent, à cet effet, deux hypothèses : 1) le PAPE encourt une baisse du coût du capital et bénéficie d'une évaluation plus élevée et 2) les PAPE démontrent une performance à long terme supérieure à celle des PCI.

Marché dispensé

Outre la PCI, d'autres véhicules de financement existent qui ne nécessitent pas les mêmes niveaux de conformité réglementaire et de divulgation que le processus de PAPE. Par exemple, des titres de marchés dispensés n'ont pas d'exigence en matière de dépôt de prospectus. Pour bénéficier de telles exemptions, les émetteurs ont quelques options : 1) produire une notice d'offre à la place d'un prospectus, 2) ne vendre qu'à des investisseurs qualifiés, la famille, les amis et/ou des associés d'affaires, 3) faire une demande de dispense pour émetteur privé et/ou 4) transiger par tranches minimales de 150 000 dollars. Les marchés dispensés offrent des véhicules d'investissement comme la dette, l'équité, les titres adossés à des actifs, les fonds d'investissement et les produits dérivés.

De la même façon que l'impact sur la réputation et le coût du capital sont plus élevés dans le cas des PCI, les marchés dispensés comportent également des risques spécifiques qui leur sont propres. Avec une divulgation réglementaire moins exigeante, l'asymétrie d'information mène à des problèmes comparables à ceux caractérisant la PCI. En outre, en l'absence d'un marché secondaire établi pour les titres non réglementés, le marché dispensé est beaucoup moins liquide. De plus, il existe d'importants risques de démarrage et de diligence raisonnable associés au marché non réglementé puisque, de par sa nature, il attire les entreprises qui n'ont pas encore la maturité nécessaire pour s'établir dans des marchés plus traditionnels.

En dépit de ces risques, Stephen Johnston, de la publication indépendante *CanadianEMWatch*, revendiquait dans l'édition de janvier 2012 que le marché dispensé est florissant. Il prétend que la forte volatilité sur les marchés publics, ou traditionnels, a poussé les investisseurs loin des fonds communs de placement et que les rendements absolus supérieurs de la classe d'actifs alternatifs a fait ses choux gras de ces migrations de capitaux. Selon Johnston, le marché non réglementaire fait preuve de rendements ajustés au risque supérieurs et d'un faible degré de corrélation avec les classes d'actifs traditionnelles, ce qui en fait un marché idéal pour les investisseurs souhaitant diversifier leur portefeuille. Il affirme en outre que, parce que les entreprises s'établissant par le truchement de marchés dispensés ont généralement une niche d'affaires particulière, les investisseurs ont accès à des titres sous-évalués. À notre avis, il s'agit là d'une conclusion discutable basée sur l'analyse du coût du capital de la PCI, mais néanmoins

plausible. Tous ces facteurs se combinent pour former un alignement d'intérêts entre ceux des gestionnaires, des banquiers et des investisseurs qui est bénéfique pour tous les participants.

Bien que le marché dispensé attire d'honnêtes entités cherchant tout simplement à garder les coûts de conformité au minimum, des cas de fraude liés au marché dispensé ont émergé. En 2013, *First Leaside Group* s'est défendu contre des allégations de fraude devant la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. La CVMO a indiqué que *First Leaside Group* finançait des pertes d'exploitation avec de l'argent provenant de nouveaux investisseurs.

Volet B

Points de vue

La problématique fondamentale qui nous intéresse est le financement des entreprises québécoises. Toutefois, la plupart des intervenants que nous avons rencontrés dans le cadre de nos entretiens ainsi que plusieurs observateurs des marchés des capitaux renvoient au concept d'écosystème financier. L'adoption d'une perspective d'écosystème dans l'analyse du financement d'entreprise permet d'avoir une vision intégrée du marché des capitaux car elle réfère à la demande de capital par les entreprises, à l'offre de capital sur le marché des capitaux (par des acteurs tels que les banques, les fonds d'investissement, les fonds de capital de risque, les investisseurs institutionnels ou les prêteurs subordonnés), mais également à tous les autres acteurs et intermédiaires qui interviennent sur les marchés afin d'équilibrer l'offre et la demande de capital : centres locaux de développement, centres locaux d'entreprises, Investissement Québec, courtiers en valeurs mobilières, banquiers d'affaires, professionnels (comptables, avocats), etc. Ces acteurs facilitent les contacts et les rapprochements entre investisseurs et emprunteurs, l'échange d'information ainsi que les mouvements de capitaux et rendent donc le marché plus fluide et dynamique. Par conséquent, nous pensons qu'une perspective d'écosystème financier permet de brosser un tableau nuancé de la réalité du marché des capitaux dans lequel évoluent les entreprises québécoises. En outre, en termes de politique publique, elle amène à considérer les conséquences de mesures ou d'actions au-delà des impacts immédiats ou directs. Tel que mentionné dans le rapport Campbell et Magnan (CIRANO 2014, rapport de projet 2014RP-09) portant sur les premiers appels publics à l'épargne (PAPE), le déficit du Québec à cet égard n'est qu'une facette de la réalité du marché qui fait en sorte qu'une intervention gouvernementale portant uniquement sur ce problème risquerait de ne pas atteindre sa cible. En effet, le recours à un PAPE pour une entreprise est fonction de l'ampleur des offres alternatives de financement, lesquelles se sont accrues considérablement depuis le premier régime d'épargne-actions, de la concurrence et du dynamisme parmi les intermédiaires de marché que sont les banques d'affaires, des coûts rattachés à la cotation en bourse, etc.

La réalisation de ce volet s'appuie sur 16 entretiens avec différents acteurs de la scène québécoise de l'investissement, principalement des dirigeants ou hauts dirigeants de fonds d'investissement (placement boursier, capital de développement et capital de risque) ainsi que quelques intermédiaires (voir Annexe I). La plupart de ces entretiens ont été réalisés à partir d'une grille semi-structurée (voir Annexe II). Certains entretiens ont été enregistrés, d'autres non. Dans tous les cas, des notes de discussion abondantes ont été prises. Les deux chercheurs ont pris part à la majorité des entretiens. Ce qui suit présente notre interprétation sous forme de synthèse des propos et commentaires tenus par nos répondants. Nous avons regroupé ces propos et commentaires par thème.

Section 4 Écosystème financier québécois : état des lieux

4.1 Caractéristiques et traits distinctifs

L'écosystème financier québécois reflète un certain nombre de tendances lourdes, lesquelles ont un effet socioéconomique direct ou indirect. À cet égard, les commentaires et observations de la plupart des intervenants se recoupent. Nous présentons et discutons ces tendances de manière séquentielle, selon la nature de leur impact.

Offre de financement abondante

La plupart des personnes rencontrées sont d'avis que l'offre de financement est actuellement abondante, diversifiée et à coût relativement faible. Cette situation n'est pas surprenante, compte tenu des politiques monétaires adoptées par la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada, lesquelles ont permis l'injection de liquidités importantes dans l'économie et le maintien de taux d'intérêt relativement bas en comparaison avec les tendances historiques. En outre, la crise financière a ralenti pendant quelque temps le rythme d'investissement des fonds de capital de risque et de capital de développement américains, lesquels se retrouvent actuellement avec des niveaux de liquidités importants à investir. La volonté des grandes banques canadiennes de réinvestir au Québec, région qu'elles avaient quelque peu délaissée, ajoute à l'offre de financement des acteurs traditionnels tels que la Banque Nationale, Desjardins, la Banque de développement du Canada, la Banque Laurentienne et les fonds fiscalisés (Fonds de solidarité FTQ, Fondation CSN, Capital régional et coopératif Desjardins).³

Toutefois, le bémol émis par certains est que cette offre abondante de financement est principalement destinée aux entreprises rentables dans des secteurs connaissant une croissance raisonnable. En ce qui a trait à l'offre de capital-actions, les commentaires reçus sont à l'effet que l'offre est également relativement abondante mais concentrée dans certains segments du marché, par exemple les entreprises ayant des besoins de capitaux entre 1 et 50 millions de dollars.

Demande de capital stable

Si l'offre de capital est abondante, il en va autrement de la demande de capital qui semble stagner. De fait, plusieurs répondants soulignent qu'il y a fort probablement plus de capital disponible qu'il n'y a d'opportunités intéressantes d'investissement. Cette perception trouve partiellement écho dans les statistiques macroéconomiques qui soulignent la stagnation, sinon le déclin relatif, en termes réels, de l'investissement du secteur privé au Québec depuis quelques

³ Dans la mesure où le capital d'investissement est une source parmi d'autres de financement pour les entreprises, et que les conditions de financement par voie de prêt sont relativement attrayantes, plusieurs intervenants réfèrent au capital de manière large en englobant capital d'investissement et financement plus classique. En outre, certains investisseurs en capital d'investissement effectuent du financement par voie de prêts ou débentures subordonnées, ce qui les place à la frontière entre le capital de type équité et le financement classique. Enfin, plusieurs institutions financières ont regroupé leurs équipes de financement corporatif et de banque d'affaires au sein de divisions « Marchés des capitaux », ce qui teinte également l'utilisation du terme capital.

années (http://www.stat.gouv.qc.ca/docs-hmi/statistiques/economie/investissements/prives-publics/ipp_canada.htm). La demande de capital est aussi rattachée à d'autres phénomènes que nous décrirons plus loin, notamment le profil socioéconomique des entrepreneurs québécois.

Selon certains répondants, la situation actuelle, caractérisée par une offre abondante de capital et une demande mitigée de la part des entreprises, jette les bases d'un potentiel de rendement plutôt médiocre pour les investisseurs au cours des années à venir. Toutefois, la demande de capital de la part des entreprises au stade de l'amorçage (moins d'un million de dollars) et de celles ayant atteint une maturité et une croissance soutenue (plus de 50 millions de dollars) n'est probablement pas satisfaite.

Investissement en capital de risque/Investissement en capital de développement

Le Québec compte quelques acteurs importants en matière de capital de développement (Caisse de dépôt et placement du Québec, Fonds de solidarité FTQ, Fondation CSN, Capital régional et coopératif Desjardins, lesquels investissent également en capital de risque par l'intermédiaire de fonds, de fonds de fonds (p. ex., Teralys) ou directement dans les entreprises. En termes d'écosystème financier, il faut aussi souligner le rôle joué par les intervenants du secteur public tels que les Centres locaux de développement (CLD), les Centres de dirigeants d'entreprise (CDE), Investissement Québec et la Banque de développement du Canada, lesquels favorisent l'entrepreneuriat, l'accès à l'information et l'accès à l'aide gouvernementale. De l'avis de certains répondants, les maillages entre ces différents acteurs sont solides et complémentaires et font du Québec la seule province au Canada qui compte des acteurs locaux importants dans le domaine du capital de risque et de développement. En outre, pour la recherche d'opportunités, les acteurs locaux tels que le Fonds de solidarité FTQ et Capital régional et coopératif s'appuient également sur des démarcheurs internes (p. ex., fonds régionaux), en plus d'entretenir des liens avec des intermédiaires et des professionnels externes (p. ex., comptables, avocats, certains courtiers, banques – crédit commercial).

Le Québec a aussi évolué dans son approche relative à l'investissement en capital de risque, un répondant la qualifiant de *Spray and Pray* à une certaine époque, c'est-à-dire qui procède à des investissements tous azimuts sans nécessairement faire d'évaluation de leur potentiel de succès. Cependant, on remarque que la tendance inverse pointe à savoir trop d'analyse. La section 1.3 discute de manière plus élaborée de l'implication gouvernementale.

Toutefois, il faut noter que, sauf exception, les investisseurs institutionnels se sont essentiellement retirés de l'investissement direct en capital de risque, les expertises et les compétences nécessaires pour réussir dans ce domaine ainsi que la souplesse opérationnelle requise n'étant pas compatibles avec les modes de fonctionnement performants en matière d'investissement dans les entreprises en démarrage. Une autre raison pouvant expliquer ce retrait ou cette prise de distance stratégique est aussi la sous-performance de l'investissement en capital

de risque depuis l'éclatement de la bulle technologique en 2000-2001. Les données américaines sur cette question font état de rendements négatifs depuis presque 15 ans (précédés par des rendements positifs dans les années 1980 et 1990). Au Canada et au Québec, les chiffres officiels se font plus rares, mais les répondants actifs dans le domaine nous confirment que la performance des investissements en capital de risque au Canada et au Québec est fort probablement encore pire que celle affichée aux États-Unis. En effet, étant donné l'ampleur du marché et le nombre de fonds impliqués, les États-Unis peuvent compter sur une proportion d'environ 10 % de fonds super-performants dont les rendements permettent de partiellement compenser la sous-performance des autres fonds. Or, au Canada et au Québec, en raison principalement de l'effet de taille, il n'y aurait pas vraiment de fonds super-performants.

Un répondant souligne que les plus belles opportunités d'affaires pour les investisseurs en capital de développement se retrouvent parmi les entreprises du *mid-market*, c'est-à-dire les entreprises avec un chiffre d'affaires conséquent (p. ex., plus de 50 millions de dollars), une équipe de direction complète et qui affichent une rentabilité.

Évolution du marché du PAPE

Une tendance affectant l'ensemble des marchés financiers nord-américains est la diminution sensible des premiers appels publics à l'épargne (PAPE), tant en termes de nombre que de capitaux levés, depuis la crise financière. Cette tendance a été documentée dans notre rapport précédent (Campbell et Magnan, 2014, Rapport CIRANO 2014RP-09). Le Québec n'échappe pas à cette tendance et, de fait, semble plus fortement touché que les autres grandes régions canadiennes, les PAPE classiques ayant pratiquement disparu au Québec depuis 2008. Toutefois, certaines nuances sont à apporter à ce constat global.

Premièrement, si les PAPE ont perdu en popularité, d'autres stratégies sont utilisées par les entreprises pour obtenir un statut de société cotée, l'une d'elles étant la prise de contrôle inversée d'une coquille juridique cotée par une société privée. Une autre stratégie est la cotation d'une SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) ou d'un *blind pool*, lesquels lèvent des capitaux auprès du public dans le but d'acquérir des sociétés privées. Ces deux stratégies ont gagné en popularité depuis quelques années en tant que moyens de devenir une société publique et devançant dorénavant les PAPE sur la base du nombre de transactions. Par contre, les entreprises québécoises font encore piètre figure à cet égard comparativement aux entreprises ontariennes ou de l'Ouest canadien (données de la bourse de Toronto).

Deuxièmement, aux États-Unis et même au Canada, les PAPE sont de plus en plus le fait d'entreprises qui sont appuyées et financées par des fonds de capital de risque ou de capital de développement. Ce phénomène est mentionné dans notre rapport précédent et, au Québec, on n'a qu'à penser aux PAPE de Dollarama et BRP (Bain Capital), Stingray (Novacap) ou à Lumenpulse (les investisseurs en capital de risque Nicolas Bélanger et Alexandre Taillefer faisant partie des actionnaires de l'entreprise pré-IPO).

Troisièmement, l'objectif poursuivi en effectuant un PAPE est également en évolution. Depuis plusieurs années, le PAPE est souvent perçu comme une stratégie de « sortie » par les investisseurs initiaux de type capital de risque ou capital de développement, ce qui est cohérent avec le point précédent. Toutefois, selon certains répondants, son utilisation en tant qu'outil de financement effectue un retour, notamment pour les entreprises qui sont à un stade de développement avancé et dont les besoins de financement excèdent les capacités financières des fonds de capital de risque actifs dans le marché.

Développement du marché privé en capital de développement

À l'échelle de l'Amérique du Nord, l'affaiblissement relatif du marché des PAPE en a réduit la portée en tant que stratégie de sortie par les fonds d'investissement. En contrepartie, certains répondants soulignent que le marché privé en capital de développement gagne en importance de manière soutenue. En d'autres termes, les acteurs en capital de développement transigent de plus en plus entre eux plutôt que d'effectuer des transactions sur les marchés publics. En outre, en raison des bas taux d'intérêt, plusieurs investisseurs institutionnels (p. ex., caisses de retraite) cherchent à diversifier leur portefeuille, notamment en investissant dans des fonds de capital de développement, ce qui augmente d'autant les capitaux disponibles pour ces derniers. Ainsi, plutôt que de considérer une sortie au moyen d'un PAPE, de plus en plus, les fonds d'investissement considèrent la vente à un autre fonds d'investissement ayant des objectifs et des visées différents. On parlera ici de fonds de rachat. En outre, l'existence de fonds de capital de développement sur le marché rend possible la mise en œuvre par des entreprises de stratégies d'expansion financées par le capital de développement, même en plusieurs rondes.

Une autre tendance parallèle est le jumelage entre marché privé et marché public dans le financement de l'expansion d'entreprises. Les exemples cités ici incluent, entre autres, les placements privés effectués par la Caisse de dépôt et placement du Québec dans CGI, la Banque Laurentienne ou WSP Global, lesquels ont été appariés à des financements publics.

Interventions des fonds américains

De l'avis de plusieurs, les fonds américains (principalement de capital de développement) sont actifs au Québec mais leur présence est relativement cyclique. Les liquidités importantes détenues par plusieurs d'entre eux les rendent plus agressifs dans la recherche d'opportunités. Toutefois, comme le soulignent certains répondants, l'action des fonds américains peut amplifier les cycles économiques : de par leur présence plus active et persuasive en période de croissance économique, leur action peut accentuer une bulle de valorisation alors qu'en période de ralentissement ou de récession économique, leur retrait massif et précipité peut empirer la chute des investissements et ainsi miner davantage la reprise. En comparaison, certains répondants avancent que l'importance des fonds fiscalisés a un effet stabilisateur sur l'économie car leur niveau d'investissement est relativement stable au fil des ans, peu importe le contexte économique, et n'est pas teinté par des considérations dictées par les conditions de marché outre-

frontière. En outre, le capital que ces fonds recueillent est réinvesti dans des entreprises québécoises.

Le modèle d'affaires des banques canadiennes en évolution

La canalisation de l'épargne des consommateurs et sa direction vers certains types d'investissement est un des rouages essentiels d'un écosystème financier. À cet égard, depuis 30 ans, l'économie canadienne a connu une transformation fondamentale. En effet, jusqu'à la déréglementation des marchés financiers, l'épargne individuelle était canalisée vers l'investissement par l'intermédiaire de cinq vecteurs : les sociétés d'assurances de personnes (assurance-vie), les banques à charte, les courtiers en valeurs mobilières, les sociétés de fiducie et les fonds communs de placement. Les entités exerçant leurs activités dans chacun de ces vecteurs canalisaient l'épargne individuelle vers différentes utilisations et différents usages.

Or, la situation actuelle reflète un tout autre portrait. Les sociétés de fiducie indépendantes ont essentiellement disparu du paysage et ont été absorbées par les banques à charte. De la même manière, les courtiers en valeurs mobilières les plus importants ont été absorbés par les banques, ne laissant que la portion congrue de ce marché à quelques joueurs intermédiaires et à plusieurs boutiques. Enfin, les banques ont commencé à offrir leurs propres fonds communs de placement et ont également acheté plusieurs entités dans ce secteur. La résultante est que l'épargne individuelle au Canada, qu'elle prenne la forme de dépôts, de fonds communs de placement ou de valeurs mobilières (actions et obligations), est en majorité investie soit dans les banques (p. ex., dépôts), soit dans des véhicules (p. ex., fonds communs de placement) ou par l'intermédiaire d'entités (p. ex., courtiers en valeurs mobilières) contrôlées par celles-ci. Les chiffres les plus récents confirment d'ailleurs que les banques contrôlent l'épargne-dépôt ainsi que la vente de nouveaux fonds communs de placement (<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/how-the-big-six-banks-won-the-battle-for-canadians-wealth/article13467969/>; <http://business.financialpost.com/2014/01/28/canadian-banks-already-major-players-in-the-wealth-management-field/>). Les sociétés d'assurances de personnes subsistent encore comme acteurs indépendants en raison de la contrainte juridique qui empêche les banques de vendre de l'assurance en succursale (cette contrainte n'existe pas pour Desjardins, qui peut donc alimenter ses filiales d'assurance en nouvelles affaires au moyen de son réseau de caisses).

De l'avis de certains répondants, outre leur réseau de distribution pancanadien, le succès des banques repose sur un modèle d'affaires des plus efficaces et rentables. De manière synthétique, il peut se résumer comme suit. D'une part, en succursale et par l'intermédiaire de leurs planificateurs financiers, les banques canalisent l'épargne individuelle vers des fonds communs de placement qui font partie d'une de leurs familles de fonds. D'autre part, pour les particuliers clients des filiales de courtage en valeurs mobilières, la tendance est de leur vendre des produits d'épargne et des instruments financiers « maison » qui affichent des marges intéressantes, lesquelles sont difficilement déchiffrables pour l'épargnant car elles sont comprises dans le prix

d'achat. En outre, les exigences de conformité accrues et la volatilité des marchés amènent de plus en plus de clients à choisir des comptes de courtage en gestion discrétionnaire sur la base d'honoraires, souvent avec des modèles préétablis de composition de portefeuille selon les profils de clients. Ces modèles refléteront évidemment les titres et les autres instruments financiers suivis ou commandités par la banque. Les titres ou émissions d'entreprises dont la valeur boursière est inférieure à un certain seuil (entre 150 et 250 millions de dollars) n'intéresseront pas ces courtiers car la liquidité ne sera pas jugée suffisante pour justifier un effort de vente. En outre, les analystes financiers (*sell-side*) ne couvriront pas ces entreprises, ce qui amènera les courtiers et les représentants de la banque à décourager un investisseur d'investir dans ce type d'entreprise. Quoique très efficace pour les banques, ce modèle d'affaires appauvrit l'écosystème financier en termes de choix, pour les épargnants, d'investir dans des entreprises émergentes ou de petite capitalisation. De plus, le modèle d'affaires des banques a pour effet indirect d'affecter négativement le potentiel des entreprises moins matures d'effectuer un PAPE.

4.2 Carences

Absence de courtiers indépendants/boutiques

Un aspect de l'écosystème financier québécois sur lequel il y a quasi unanimité parmi les personnes rencontrées est la disparition presque complète des courtiers en valeurs mobilières indépendants, c'est-à-dire non affiliés aux banques à charte. Ces courtiers constituent le vecteur par lequel les entreprises en émergence ou en démarrage plus avancé vont en bourse. En plus, de par le profil de leur clientèle et compte tenu du fait qu'ils ne sont pas rattachés à des institutions financières, ces courtiers seront en mesure de mieux assurer la liquidité des titres d'entreprises sur le marché secondaire.

À cet égard, une anecdote, doublée d'un fait réel, illustre bien l'incidence de cette carence. Un des répondants nous a indiqué qu'il a dû retenir les services d'un courtier indépendant de Toronto pour effectuer récemment une émission pour une entreprise privée québécoise, la taille de l'émission (moins de 25 millions de dollars) n'étant pas jugée suffisante par les courtiers sur place à Montréal. La conséquence de cet état de fait est qu'à moyen ou à long terme, l'expertise en valeurs mobilières à Montréal s'étirole et que les entreprises québécoises doivent franchir une barrière additionnelle dans la recherche de financement public.

Manque de capital de risque pour les phases avancées

Certaines entreprises à orientation technologique, notamment dans la biotechnologie, peuvent requérir des capitaux importants avant qu'un produit soit effectivement commercialisable ou commercialisé. De fait, le nombre de rondes de financement, ainsi que leur ampleur, peuvent rapidement augmenter et placer les investisseurs existants face à un dilemme. L'exemple suivant illustre bien la situation et nous a été expliqué par un des répondants.

Une société de biotechnologie a besoin de 80 millions de dollars pour la prochaine phase de développement du seul produit avancé dans son portefeuille. Un fonds de capital de risque québécois détient 25 % du capital-actions existant de l'entreprise, lequel a été acquis au cours de rondes de financement antérieures. D'une part, pour ce fonds québécois, investir 20 millions de dollars additionnels dans l'entreprise n'est pas une option car cela représenterait une portion trop importante de son portefeuille relativement à sa taille et, de toute façon, il ne dispose pas de telles liquidités. D'autre part, la non-capacité du fonds de participer pleinement à la ronde de financement de 80 millions de dollars implique que sa participation sera fortement diluée.

Selon quelques répondants, s'il existe des fonds au Québec pouvant participer à des rondes préliminaires de financement dans le capital de risque (phase initiale (*seed stage*), phase de démarrage (*early stage*)), tel n'est pas le cas pour le financement des entreprises en phase d'expansion (*expansion stage*) ou avancée (*later stage*). Cette carence est le reflet d'une autre carence, à savoir l'absence de fonds de capital de risque spécialisés ayant une masse critique, laquelle est fixée autour de 250 millions de dollars par certains répondants.

Ces deux carences font en sorte que des entreprises potentiellement prometteuses puissent avoir de la difficulté à trouver du financement alors qu'elles approchent d'une phase commerciale intéressante ou qu'elles trouvent ce financement mais par l'entremise de fonds essentiellement américains ou d'acheteurs stratégiques américains, privant ainsi les investisseurs initiaux de plus-values potentielles importantes et mettant à risque le maintien du savoir-faire et de l'expertise au Québec. Il faut noter que ces deux carences ne sont pas uniques au Québec et reflètent également la situation qui prévaut dans le reste du Canada.

Investisseurs/gestionnaires de portefeuille monochromes

Une carence potentielle ou un risque systémique de l'écosystème financier québécois mentionné par quelques répondants est le caractère « monochrome » de plusieurs de ses acteurs clés. Comme le décrit un répondant, lequel compte plus de 20 ans d'expérience en capital de risque et de développement, « les acteurs ont passé par la même filière, ont le même profil, adoptent les mêmes stratégies, gèrent de la même manière... ». La présence au Québec de certains investisseurs hyperdimensionnés par rapport à la taille de l'économie québécoise ainsi que l'influence gouvernementale directe (p. ex., Investissement Québec) ou indirecte (p. ex., crédits d'impôt) peuvent avoir contribué à ce phénomène. L'impact potentiel de ce phénomène serait un manque d'innovation, de créativité et de dynamisme, ainsi qu'une certaine insularité en ce qui a trait aux tendances et aux meilleures pratiques nord-américaines et mondiales.

Ce commentaire peut sembler paradoxal car la présence d'institutions d'envergure dans une communauté est typiquement perçue, à juste titre, comme un atout et une force. Par contre, relativement à la taille de l'économie québécoise, cette concentration de capitaux et de pouvoirs décisionnels favorise un certain mimétisme institutionnel et constitue ainsi un risque systémique. La portée de ce commentaire est multidimensionnelle. Le marché des PAPE en est d'ailleurs une excellente illustration. En effet, comme il est documenté dans notre rapport précédent sur les

PAPE et confirmé dans les entretiens conduits aux fins de la présente étude, le marché québécois des valeurs mobilières est essentiellement contrôlé par les courtiers en valeurs mobilières des banques à charte canadiennes (RBC Dominion Securities, TD Securities, CIBC Wood Gundy, BMO Nesbitt, ScotiaMcLeod, Financière Banque Nationale). Les courtiers indépendants sont absents du marché québécois. Relativement aux PAPE, selon plusieurs répondants, ces six organisations ont essentiellement le même modèle d'affaires, les mêmes stratégies et le même profil de professionnels. Il en résulte qu'il n'y a pas ou presque pas de PAPE au Québec. Quoique l'on puisse débattre du bien-fondé ou non pour une entreprise d'effectuer un PAPE, on doit constater que l'absence de diversité dans l'écosystème financier québécois a probablement comme conséquence de limiter les options de financement des entreprises.

Plus globalement, le manque de diversité peut conduire à un écosystème financier caractérisé par des comportements de conformisme (*herding*), où on privilégie certains types d'entreprises plutôt que d'autres, certains types de financement plutôt que d'autres ou certains modèles d'affaires plutôt que d'autres, sans nécessairement que les mérites et les potentiels de création de valeur de ces actions le justifient.

Marché dispensé (exempt) peu développé

Une autre carence soulignée par certains répondants est le sous-développement du marché dispensé (*exempt market*) au Québec. Ce marché, régi par la politique nationale 45-106 et par le règlement 31-103 au Québec, implique l'émission de valeurs mobilières par une organisation sans qu'un prospectus soit préparé et émis, ce qui réduit considérablement l'ampleur de la divulgation pour l'émetteur ainsi que les coûts d'émission. Les valeurs mobilières émises dans ce marché doivent être achetées par des investisseurs admissibles ou qualifiés selon le type d'émission. Les investisseurs admissibles doivent à tout le moins recevoir une notice d'offre et considérer les risques liés au placement offert et répondre aux critères suivants : 1) posséder avec son conjoint un actif net de plus de 400 000 dollars et 2) afficher un revenu personnel annuel de 75 000 dollars (120 000 dollars combinés avec celui du conjoint). Un investisseur est considéré comme qualifié si son actif net dépasse 1 million de dollars et son revenu personnel annuel, 200 000 dollars (300 000 dollars si combiné avec celui de son conjoint).

Au fil des ans, un marché dispensé très actif s'est développé en Ontario et en Alberta, menant en 2011 à la fondation de la *National Exempt Market Association*. Quoique les grands courtiers en valeurs mobilières soient présents sur ce marché, de nombreux courtiers et sociétés de gestion de portefeuille indépendants y sont également actifs. Des chiffres publiés par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario indiquent qu'en 2012, plus de 104 milliards de dollars de capitaux ont été levés sur le marché dispensé, dont 67 milliards de dollars par des fonds de placement et 37 milliards de dollars par d'autres entreprises. La majeure partie (94 milliards de dollars) des capitaux levés sur ce marché l'ont été en vertu de l'exemption de prospectus liée à la vente de valeurs mobilières à des investisseurs admissibles ou qualifiés, le solde étant levé par l'intermédiaire d'émissions répondant au critère d'exemption de prospectus en vertu de leur taille

(7 milliards de dollars) ou d'autres critères (4 milliards de dollars). Plus des deux tiers des capitaux levés l'ont été par des émetteurs non assujettis. Enfin, parmi les émetteurs qui ne sont pas des fonds de placement, 74 % des capitaux levés ont pris la forme de titres de dette, 19 % d'actions et 7 % d'autres types de valeurs mobilières. Globalement, en dehors des fonds de placement, 64 % des capitaux levés l'ont été par de grandes organisations désireuses d'obtenir des fonds importants (plus de 100 millions de dollars). Les commentaires recueillis soulignent également la vigueur du marché dispensé en Alberta, soutenu par la présence de nombreux investisseurs admissibles ou qualifiés prêts à investir dans le secteur du pétrole et du gaz naturel ou dans d'autres secteurs.

Une anecdote permet d'illustrer davantage l'ampleur que semble prendre ce marché en dehors du Québec. Ainsi, le numéro février-mars 2015 du magazine de Porter Airlines contient une publicité, sur une page entière, de Cranson Capital Securities où le thème est « *Build your wealth through private investment...Cranson Capital Securities offers accredited investors the opportunity to invest directly with privately-owned businesses* ». Les investissements offerts sont dans le développement immobilier, les entreprises en croissance, les services financiers et les actifs immobiliers choisis. Toutefois, malgré sa popularité, le marché dispensé a récemment été perturbé par quelques scandales. En outre, son comportement et les acteurs qui y sont impliqués demeurent plus ou moins bien connus, ce qui rend la réglementation problématique.

La situation en Ontario et en Alberta contraste fortement avec celle qui prévaut au Québec où un récent article de Finance et Investissement titrait « Le marché dispensé, la prochaine frontière ? », une indication du caractère émergent de ce marché au Québec. L'importance de ce marché a d'ailleurs été récemment reconnue par la Bourse de Toronto (!), laquelle vient de lancer une plate-forme *TSX Private Markets* qui offrira aux participants sur le marché dispensé la liquidité d'un marché secondaire.

De l'avis de répondants, les avantages du marché dispensé pour les entreprises en recherche de capital sont nombreux en comparaison avec un PAPE :

- Frais d'émission moindres;
- Non-assujettissement aux règles (et coûts associés) liées au statut de société publique;
- Possibilité de procéder à de petites émissions;
- Non-nécessité de trouver 300 investisseurs (exigence liée au statut de société cotée);
- Exigences moindres en matière de gouvernance et de présentation de l'information financière.

Les sources sous-jacentes à cette situation ne sont pas clairement établies, mais l'absence d'un réseau de courtiers indépendants ainsi que l'aversion au risque des investisseurs au Québec ont été mentionnées.

En ce qui a trait aux « anges investisseurs » (ou anges financiers), lesquels sont des investisseurs qualifiés, et à leur impact sur l'écosystème financier, un diagnostic est difficile à formaliser. D'une part, le Québec est relativement bien organisé à cet égard avec un réseau formel (Anges Québec) et un fonds de co-investissement de 85 millions de dollars mis sur pied conjointement par le gouvernement et Anges Québec. D'autre part, plusieurs répondants soulignent que, dans le reste du Canada, notamment dans l'Ouest canadien, les entreprises peuvent compter sur des réseaux informels d'entrepreneurs et d'investisseurs individuels prêts à prendre des risques et à effectuer des mises de capital pour des projets en démarrage. L'exemple classique, presque anecdotique, répété à quelques reprises, est celui de l'entrepreneur pétrolier qui pourra compter sur l'appui de quelques investisseurs pour obtenir les 5 à 10 millions de dollars nécessaires à ses premiers travaux d'exploration.

Manque de liquidité dans le marché des entreprises à petite capitalisation

Une réalité soulignée par plusieurs répondants, laquelle est étroitement liée au déficit en matière de PAPE et à l'absence de courtiers indépendants, est le manque de liquidités dans le marché des titres d'entreprises à petite capitalisation. Une combinaison de facteurs peut expliquer cette situation. Premièrement, peu ou pas d'analystes suivent ces entreprises : les analystes des grandes maisons ont depuis longtemps délaissé ce marché, et, de toute façon, on compte peu d'analystes basés à Montréal qui pourraient suivre de plus près ces entreprises. À cet égard, même à la Financière Banque Nationale, la majorité des analystes financiers sont dorénavant basés à Toronto. Le non-suivi de ces titres par leurs analystes implique que les conseillers en placement de ces maisons ne les recommanderont pas à leurs clients et pourront même les décourager car ils sont trop risqués par rapport à leur profil de risque. Deuxièmement, pour les entreprises ayant une capitalisation boursière en deçà de 100 millions de dollars, les investisseurs institutionnels ne voudront pas détenir une participation suffisante pour influencer sur leur rendement mais non trop importante pour les gêner dans leurs transactions ou les amener à devenir initiés. Ainsi, en assumant une entreprise avec une capitalisation boursière de 50 millions de dollars, un fonds d'investissement spécialisé en entreprises à petite capitalisation (*small cap fund*) possédant 250 millions de dollars d'actif pourrait vouloir investir 5 millions de dollars dans l'entreprise afin que ce placement ait une incidence importante sur le rendement global du fonds. Toutefois, cette mise de fonds le rendrait un initié (10 % de participation au capital) et serait en pratique coûteux à acquérir et difficile à vendre.

Ce manque de liquidité dans le marché secondaire fait en sorte que le coût du capital effectif des entreprises à petite capitalisation est extrêmement élevé, ce qui compromet le potentiel d'attraction des PAPE comme option de financement pour les sociétés privées. Il est à noter que la Caisse de dépôt et placement, le Fonds de solidarité FTQ et Fondation CSN ont des programmes d'investissement dédiés au marché des entreprises québécoises à petite capitalisation et y consacrent des sommes conséquentes. Ainsi, au 31 mai 2014, Fondation détenait un portefeuille d'actions dans 46 entreprises à petite capitalisation d'une valeur de 122 millions de dollars.

Section 5 Investissement en capital de risque et de développement au Québec

5.1 Modèle en vigueur, en incluant les fonds fiscalisés

Une facette critique de tout écosystème financier dans une économie moderne est l'investissement en capital de risque et de développement. Or, de l'avis de plusieurs répondants, il existe un contraste frappant entre le modèle d'investissement (capital de risque et de développement) québécois et celui pratiqué par les fonds américains. D'une part, le modèle québécois vise et privilégie l'accompagnement des entrepreneurs, ces derniers demeurant en situation de contrôle en termes d'actionariat et de gestion. D'autre part, le modèle américain vise le contrôle stratégique, financier et opérationnel des entreprises dans lesquelles un fonds investit. Évidemment, cette description constitue une généralisation, mais elle traduit bien un état d'esprit.

Ces deux modèles reposent sur des fondements différents et comportent également des conséquences différenciées. L'idée ici n'est pas d'avancer qu'un modèle est meilleur que l'autre, mais bien d'en évaluer les implications. Une synthèse des commentaires et impressions exprimés par les répondants à notre étude suit. Les deux modèles présentés sont des prototypes, la réalité sur le terrain étant possiblement plus nuancée selon le fonds considéré. Toutefois, il est intéressant de constater que la proportion des investissements en capital de risque effectués par des fonds américains est relativement plus faible au Québec que dans toute autre région du Canada : environ 20 % selon les derniers chiffres d'Industrie Canada/Thomson Reuters comparativement à plus de 40 % pour le reste du Canada

Modèle québécois

Selon la plupart de nos répondants, le modèle québécois d'investissement, que l'on peut caractériser de modèle d'accompagnement, s'appuie sur les valeurs suivantes :

- La préservation du contrôle de l'entreprise par l'entrepreneur ou par sa famille;
- Un certain encadrement en matière de gouvernance, notamment la constitution d'un conseil d'administration ou d'un comité consultatif restreint avec des représentants de l'investisseur externe ou des membres indépendants;
- Un respect de l'ambition et de la vision telles qu'exprimées par l'entrepreneur;
- Des préoccupations pour une croissance soutenable, le maintien d'emplois et le développement régional. De fait, la recherche du rendement est conditionnée à cette préoccupation;
- Des attentes de rendement raisonnables ou modérées;
- De la patience quant aux stratégies et aux délais de sortie;
- Un souci, voire une obsession, pour le maintien des centres décisionnels, du savoir-faire et des compétences au Québec;
- Une stabilité dans l'appui financier et stratégique, avec un minimum de ruptures ou de vagues;

- Enfin, on peut avancer que le modèle québécois privilégie la pérennité ou la permanence de l'entreprise financée.

Selon plusieurs répondants, un certain nombre de prémices sous-tendent le modèle québécois. Premièrement, les lois constitutives de plusieurs institutions présentes dans l'écosystème financier québécois et actives en investissement de capital de risque et de développement (p. ex., Caisse de dépôt et placement, fonds fiscalisés) prescrivent des plafonds de participation dans l'actionnariat des entreprises dans lesquelles elles investissent (30 %), en plus d'un second objectif de développement économique (emploi, développement régional). Ce second objectif est la contrepartie des crédits d'impôt dont les investisseurs dans les fonds fiscalisés bénéficient. Deuxièmement, l'offre abondante de capitaux décrite auparavant donne l'avantage à l'entrepreneur dans ses négociations avec les bailleurs de fonds, et le maintien d'une position de contrôle est un facteur déterminant pour plusieurs entrepreneurs. Troisièmement, comme il est mentionné précédemment et documenté dans notre rapport précédent (Campbell et Magnan, 2014), les PAPE sont relativement rares au Québec, ce qui dans les faits les élimine en tant que stratégie de sortie pour les investisseurs dans une société privée. En outre, il existe un consensus selon lequel il y a plus de capitaux disponibles que d'opportunités intéressantes au Québec. Cet état de fait, combiné à l'existence de contraintes quant à la possibilité pour certains investisseurs d'investir en dehors du Québec, n'amène pas ces derniers à vouloir sortir d'une entreprise qui est rentable et qui affiche une certaine croissance. En effet, il serait alors loin d'être sûr qu'un réinvestissement des fonds ainsi libérés dans une autre entreprise améliorerait le potentiel de création de valeur du fonds. Enfin, les employés des fonds fiscalisés, lesquels occupent une part importante du marché québécois de l'investissement en capital de risque et de développement, sont rémunérés en fonction d'un modèle salarial comportant relativement peu d'incitatifs (sauf dans le cas de Capital régional et coopératif Desjardins, dans lequel cas le point de référence est le volume plutôt que le rendement).

Modèle américain

Le modèle américain d'investissement, que l'on peut caractériser de modèle de contrôle, s'appuie sur les valeurs suivantes :

- L'acquisition du contrôle de l'entreprise;
- Une gouvernance engagée et focalisée sur la mise en œuvre de la stratégie;
- La maximisation de la valeur à moyen terme (5 à 7 ans);
- Une obsession pour la croissance et le développement de marchés globaux, principaux paramètres permettant d'aller chercher la création de valeur requise pour une sortie du capital dans un horizon de 5 à 7 ans;
- Des attentes de rendement élevées de l'ordre de 20 à 25 % par année;
- Peu de tolérance pour les déviations du plan de match;
- Aucune contrainte quant à la stratégie de sortie : PAPE, vente à un acheteur stratégique, vente à un autre fonds de capital de développement, démantèlement, etc. Un répondant

nous a mentionné à cet effet que « la minute où un fonds américain investit dans une entreprise, il pense déjà à qui il va vendre ».

Ce modèle, fort différent par ses attributs visibles du modèle québécois, repose sur un contexte et des prémisses qui sont également différents. Premièrement, la plupart des dirigeants ou associés des fonds d'investissement américains ont un intérêt financier direct dans la performance financière du fonds, sous forme de participation au capital ou à la rentabilité. Cet intérêt financier peut être considérable. En d'autres termes, selon les dires de quelques répondants, les gestionnaires de fonds américains « *...have skin in the game* ». L'alignement d'intérêt entre les investisseurs dans les fonds et leurs dirigeants est donc très étroit. Deuxièmement, les fonds américains évoluent dans un marché où il existe de nombreux gestionnaires ou dirigeants d'entreprises « professionnels » qui sont associés aux entreprises sous contrôle des fonds : ces dirigeants ont l'expérience dans la mise en œuvre de la stratégie adoptée par les entreprises financées par les fonds. Les fonds américains ont donc l'habitude de compter sur un bassin relativement profond de gestionnaires experts et expérimentés, habitués à composer avec leurs attentes. Troisièmement, les fonds américains ont l'Amérique du Nord comme territoire et comme marché, ce qui fait que toute décision d'investissement ou de désinvestissement est envisagée de manière globale selon les opportunités qui se présentent, tant en termes d'acquisitions qu'en termes de dispositions.

Implications potentielles

Il est à prévoir que ces deux modèles d'affaires contrastés comportent des implications différenciées. Selon les répondants ayant directement abordé la question, les points suivants sont à retenir. Premièrement, les fonds américains ont plus tendance à adopter des stratégies de sortie qui impliquent la vente à des investisseurs ou à des acheteurs stratégiques américains, ce qui peut mettre en péril le maintien de l'expertise managériale, du savoir-faire, de la technologie et des installations de production au Québec. Dans ce contexte, le modèle d'accompagnement des fonds québécois est plus rassurant, surtout en matière d'emploi. Deuxièmement, les fonds américains insufflent une culture de performance et de croissance dans les entreprises sous leur contrôle, le tout à l'intérieur d'un horizon à moyen terme, augmentant ainsi les chances pour celles-ci d'atteindre un niveau supérieur. Les rendements affichés par les fonds américains d'investissement en capital de développement au cours des 15 dernières années (voir discussion plus haut) témoignent que leur modèle d'affaires est très rentable et permet d'atteindre des taux de croissance supérieurs. En contrepartie, les entreprises ayant choisi un modèle d'accompagnement ont des cibles de rendement et de croissance plus modestes, ce qui se traduit par une création de valeur moindre. En outre, si la patience des fonds d'investissement québécois peut être un atout dans certaines circonstances en permettant aux entreprises de traverser des périodes critiques, elle peut aussi entraîner un certain laxisme de la part de l'entrepreneur ou des dirigeants d'entreprises. Troisièmement, le biais pro-Québec des fonds d'investissement québécois peut les amener à effectuer des transactions qui n'optimisent pas la création de valeur. À cet égard, un répondant mentionne une transaction médiatisée dans laquelle une entreprise

détenue par des fonds québécois a été vendue à une entreprise québécoise à un prix inférieur à celui offert par des acheteurs étrangers. Le choix de l'acheteur québécois a été guidé par la mission des fonds ainsi que par le rôle indirect joué par des institutions du secteur public.

5.2 Contexte socioéconomique de l'entrepreneuriat

Les commentaires recueillis lors de notre rapport précédent (Campbell et Magnan, 2014), ceux collectés lors de la présente étude, ainsi que d'autres rapports tels que l'étude réalisée par PwC et FMC (désormais *Dentons*) en 2012 (Leblanc et Lortie) nous indiquent que les entrepreneurs et l'entrepreneuriat en général constituent un élément fondamental dans la détermination et l'évolution de l'écosystème financier d'une économie. À cet égard, les commentaires de nos répondants s'articulent autour du thème des attributs et caractéristiques générationnels des entrepreneurs, notamment la distinction entre les entrepreneurs établis et la génération montante.

Situation actuelle

De l'avis de plusieurs répondants, la génération actuelle d'entrepreneurs qui contrôlent les sociétés privées les plus florissantes ou les mieux établies partage un certain nombre d'attributs ou d'attitudes. Premièrement, la majorité de ces entrepreneurs sont d'âge mûr ou avancé (55 ans et plus) et ne sont pas intéressés par la perspective d'un PAPE ou d'une cession partielle de contrôle auprès d'un fonds d'investissement. De fait, en faisant abstraction des considérations de transfert d'entreprise, leur ambition serait plutôt de vendre l'entreprise au plus offrant, quitte à ce que ce soit à un acheteur étranger. Deuxièmement, certains répondants perçoivent que plusieurs entrepreneurs sont à l'aise (*comfortable*) avec les performances et les rendements qu'ils obtiennent actuellement et les sommes qu'ils sont capables de sortir de leur entreprise et ne désirent pas compromettre cette qualité de vie par des stratégies d'affaires ou financières plus agressives. Globalement, leur positionnement stratégique est plus défensif que prospectif ou de défrichage. Quelques répondants soulignent que les entrepreneurs québécois ne font pas suffisamment d'investissements afin de profiter du contexte actuel où les capitaux sont abondants et à un coût relativement faible. Les commentaires indiquent que plusieurs entrepreneurs manquent d'ambition. Troisièmement, les entrepreneurs québécois et leurs familles affichent une culture de gestionnaire : si l'entrepreneur ou un membre de sa famille ne gère plus l'entreprise, alors mieux vaut vendre. Un répondant ayant une perspective internationale sur la question souligne qu'en Europe, les familles ont plus facilement une culture d'actionnaire, c'est-à-dire que la famille conservera sa position d'actionnaire tout en ayant une équipe de direction sans membre de la famille. Quatrièmement, les entrepreneurs de cette génération sont à l'aise avec le modèle d'accompagnement qui prévaut en capital de développement.

Tendances, défis et opportunités

De l'avis de plusieurs répondants, le profil de l'entrepreneur tend à changer lorsqu'on considère la nouvelle génération. Celui-ci est perçu comme plus ouvert à partager ou à céder le contrôle de

l'entreprise, à adopter une perspective stratégique plus agressive et ouverte sur le monde et à travailler avec des objectifs (*milestones*) plus formels. La formation et l'expertise des entrepreneurs sont aussi en évolution, avec des institutions comme l'École d'entrepreneurship de Beauce offrant des formations spécialisées et des écoles de gestion offrant des parcours en entrepreneuriat. Le fait que plusieurs des nouveaux entrepreneurs sont dans des secteurs rattachés de près ou de loin aux technologies ouvre aussi les horizons car l'avenir de telles entreprises passe le plus souvent par l'exportation et le développement des affaires à l'étranger.

L'apparition d'entrepreneurs en série (*serial entrepreneurs*) est aussi notée : ce phénomène prévaut aux États-Unis depuis plusieurs années, mais il est relativement nouveau au Québec et crée une dynamique différente. L'entrepreneur typique des générations précédentes s'associait de manière très étroite avec son entreprise qui devenait presque une extension de sa famille. On peut penser ici à Jean Coutu, dont le propriétaire-fondateur est encore omniprésent, ne serait-ce que par le nom de l'entreprise. Cette identification de l'entrepreneur avec son entreprise comporte des avantages mais ne le rend pas très flexible face à une réalité socioéconomique et financière en évolution.

Or, pour les entrepreneurs en série, l'entreprise fondée ne constitue qu'un projet à mener à terme, et, une fois son objectif atteint, l'entrepreneur n'hésitera pas à en céder ou à en partager le contrôle car il a une autre entreprise ou un autre projet en tête. Ce type d'entrepreneur sera aussi plus ouvert aux nouvelles pratiques de gestion et plus sensible à la nécessité de constituer une relève dans l'équipe de gestion. De l'avis de certains répondants, ce type d'entrepreneur devient un partenaire intéressant pour des fonds d'investissement en capital de risque ou de développement.

Section 6 Enjeux pour l'écosystème financier québécois

6.1 Défis

De l'avis de plusieurs, l'écosystème financier québécois fait face à un certain nombre de défis dont la résolution influencera directement son impact sur la création de valeur dans notre économie. Ces défis se regroupent autour de trois thèmes : 1) marché, 2) fonds d'investissement, 3) entreprises.

Marché

La profondeur du marché québécois est une question soulevée par certains répondants, à savoir, le nombre et les caractéristiques des entreprises potentiellement intéressantes pour un investisseur externe. En d'autres termes, le bassin d'entreprises qui se qualifient en tant qu'investissements intéressants pour les investisseurs en capital de risque ou en capital de développement est relativement restreint, compte tenu de l'offre de capital, ce qui risque de grever les rendements à long terme affichés par les investisseurs. D'autre part, la tendance à privilégier certains secteurs, notamment les technologies de l'information et la biotechnologie, peut constituer également un enjeu pour certains répondants. Enfin, la faible liquidité des marchés boursiers relativement aux titres québécois à petite capitalisation constitue également un enjeu pour plusieurs répondants.

Fonds d'investissement

Les fonds d'investissement, qu'ils soient de capital de risque ou de capital de développement, font face à plusieurs défis. Un premier défi, et peut-être le plus important, a trait aux opportunités qui leur sont offertes. À cet égard, certains répondants jugent que celles-ci sont limitées, ce qui, à leurs yeux, compromet les perspectives de rendement et de création de valeur à long terme pour ces fonds. Un second défi, souligné par certains répondants, est l'expertise et la palette de compétences des équipes de direction, des fonds et des entreprises dans lesquelles ils investissent. Étant donné que le succès et la création de valeur des entreprises québécoises passent de plus en plus par une présence à l'échelle nord-américaine ou internationale, l'adéquation entre les compétences en place et celles requises n'est pas jugée comme étant toujours optimale.

Un troisième enjeu touche la question des incitatifs, tant sur le plan organisationnel que sur le plan individuel. Sur le plan organisationnel, la conciliation entre les objectifs de création de valeur et les objectifs de maintien de l'emploi et de développement régional favorise-t-elle des arbitrages qui sont bénéfiques à long terme à l'économie québécoise ? Les avis sur cette question sont partagés. D'une part, certains répondants jugent que le modèle actuel favorise le maintien du contrôle par des Québécois sur leur économie et assure le maintien de l'expertise et du savoir-faire. D'autre part, d'autres répondants avancent que cet arbitrage entraîne une rentabilité moindre et, à long terme, un déficit en termes de création de valeur, les raisons étant l'insularité dans la prise de décision ainsi que la perspective à court terme (les emplois à court terme par

opposition à la valeur à long terme) qui en découlent. Sur le plan individuel, les modes de rémunération et d'incitation financière différenciés entre les fonds américains et les fonds québécois ont été mentionnés à plusieurs reprises comme sous-tendant des stratégies, des prises de décision et des performances à long terme différentes entre ces deux types d'organisations. À cet égard, les résultats d'études mentionnés auparavant dans notre rapport laissent croire que le modèle américain des fonds d'investissement en capital de développement n'est pas nécessairement nuisible à l'emploi et à la croissance à long terme d'une entreprise.

Entreprises

Enfin, une troisième série d'enjeux ou de défis a trait aux entreprises elles-mêmes et à leurs propriétaires-actionnaires. Les différences intergénérationnelles en matière d'ouverture, d'ambition, d'attitude à l'égard de la bourse et de vision ont déjà été mentionnées. Toutefois, la question de la relève en ce qui a trait aux entrepreneurs de la génération des 50 ans et plus est soulevée par certains répondants comme un enjeu important pour l'économie québécoise.

À cet égard, certains répondants ont avancé le nom de deux entreprises pour illustrer les implications d'un modèle d'investissement orienté vers l'accompagnement et structuré autour de l'attitude de l'entrepreneur à l'égard d'un modèle d'investissement ouvert et orienté vers les marchés. Il s'agit du Groupe Robert et de Transforce, deux entreprises actives dans le secteur du transport routier et toutes deux jugées performantes. Toutefois, le Groupe Robert est une société privée, sous le contrôle de la famille Robert, mais avec un certain nombre d'investisseurs de capital de développement. À l'opposé, Transforce est une société cotée depuis déjà plusieurs années, la famille Saputo y détenant une participation importante mais qui a été diluée avec le temps. De l'avis des répondants y ayant fait référence, le Groupe Robert affiche une performance intéressante et solide (7 % par année selon *Les Affaires*, 20 mars 2015) mais non spectaculaire, la famille désirant conserver sa position de contrôle et étant donc hésitante à diluer le capital par des appels de capitaux trop importants. L'entreprise est au deuxième rang au Québec en transport routier et affiche un chiffre d'affaires d'environ 400 millions de dollars (3 300 employés).

En contrepartie, en se servant de ses actions comme monnaie d'échange pour des acquisitions, Transforce est devenue un leader canadien dans le domaine du transport routier, sa stratégie étant de jouer un rôle de consolidateur dans un secteur très fragmenté. En effet, le chiffre d'affaires de l'entreprise dépasse 3 milliards de dollars et son nombre d'employés, 22 000 (en incluant les entrepreneurs indépendants sous contrat). Selon certains répondants, il est peu probable que Transforce eût pu atteindre les niveaux de performance et de création de valeur affichés si l'entreprise était restée à capital fermé. Les deux entreprises constituent des réussites, mais force est de constater que l'une, Transforce, est presque 10 fois plus grande que l'autre, avec ce que cela implique pour l'économie québécoise qui abrite son siège social et plusieurs de ses actionnaires. Par contre, il est vrai que l'actionnariat ouvert de Transforce l'expose à une prise de contrôle hostile et à une perte de contrôle pour le Québec.

Par contre, d'autres répondants soulignent que des entreprises peuvent atteindre des tailles respectables et afficher des stratégies relativement ambitieuses tout en restant privées, un cas mentionné étant celui de Camoplast, une entreprise manufacturière ayant des activités partout dans le monde et focalisée sur des produits tels que pneus, chenilles et roues pour les équipements de transport. Toutefois, il faut prendre en compte que Camoplast et Transforce, quoiqu'elles évoluent dans des domaines peut-être liés (un est fournisseur de l'autre), sont en fait complètement différentes.

6.2 Modèles performants d'investissement

Nos entretiens nous permettent également de dresser le profil de fonds d'investissement de capital de risque et de développement performants.

Capital de risque

Un point sur lequel il semble y avoir consensus est que le capital de risque ne fait pas bon ménage avec un investisseur institutionnel. En d'autres termes, la nature du métier, les expertises requises et les temps de réponse nécessaires en capital de risque ne sont pas compatibles avec le modèle de fonctionnement d'un investisseur institutionnel d'envergure. Cette réalité a amené, entre autres, la Caisse de dépôt et placement à céder son portefeuille de capital de risque et à plutôt investir dans des fonds ou des fonds de fonds, c'est-à-dire de manière indirecte. La conclusion qui s'impose est donc que le capital de risque requiert un certain niveau d'autonomie.

Un second point sur lequel un consensus émerge est que les fonds de capital de risque se doivent d'être spécialisés ou sectoriels. En effet, les compétences et les expertises requises pour bien gouverner et gérer des entreprises de biotechnologie diffèrent de manière considérable de celles requises en technologie de l'information. La spécialisation des équipes de gestion permet de créer un bassin d'expertise et une efficacité dans la gestion des dossiers et le suivi des investissements.

Le corollaire du point précédent est que les fonds d'investissement de capital de risque se doivent d'avoir une masse critique, le chiffre avancé étant d'environ 250 millions de dollars (peut-être moins selon les secteurs privilégiés). Cette masse critique permet à un fonds 1) d'avoir une diversification suffisante de son portefeuille, 2) de retenir une équipe de gestion ayant suffisamment de profondeur et la gamme d'expertises complémentaires nécessaires, 3) de maintenir un niveau de liquidités (*dry powder*) suffisant pour pouvoir prendre part aux rondes de financement subséquentes de certaines des entreprises dans lesquelles il investit.

Un autre point est que chaque phase du développement d'une entreprise en capital de risque apporte son lot de défis (amorçage, démarrage, croissance, avancée). Un fonds ayant une taille suffisante sera à même d'avoir les expertises et les capitaux nécessaires pour accompagner les entreprises au long de ce parcours.

Enfin, le monde du capital de risque est d'envergure nord-américaine sinon mondiale. Les fonds québécois et canadiens se doivent d'être à l'affût des développements ailleurs en Amérique du Nord, qu'ils soient technologiques, financiers ou managériaux. De la même manière, le marché des compétences est nord-américain sinon mondial et le succès des entreprises québécoises repose donc sur la capacité à aller chercher et à conserver ces compétences afin d'accroître leurs marchés de ventes.

Capital de développement

Le monde du capital de développement diffère de celui du capital de risque car l'entreprise dans cet environnement est généralement établie et exerce des activités commerciales d'une certaine envergure. Dans ce contexte, un élément qui est jugé critique par plusieurs répondants est la capacité, pour une entreprise dans le portefeuille d'un fonds, d'accéder à des expertises fonctionnelles et sectorielles. Ces expertises peuvent se retrouver à l'échelle de la direction et de l'équipe de gestion du fonds, mais la source la plus probable sera au sein même du portefeuille du fonds, parmi les équipes de direction des autres entreprises dans lequel le fonds a investi. Il est donc essentiel pour un fonds d'organiser et de structurer une plate-forme d'information et de communication au sein de son « écurie » d'entreprises.

Outre le fait que cette plate-forme facilitera la prise de décision au sein des entreprises, il faut voir qu'elle favorisera le réseautage, le partage d'information et le développement d'une vision globale qui dépasse les frontières du Québec. À cet égard, il est souligné par plusieurs que les fonds performants adoptent un modèle de gouvernance qui « n'est pas reposant » pour les dirigeants des entreprises, c'est-à-dire qui s'appuie sur des objectifs stratégiques ambitieux.

6.3 Nécessité d'une perspective globale

Économie de l'information

Un élément que nous retenons de nos entretiens est que l'information, sur laquelle repose l'expertise, est au cœur du succès en capital de risque et de développement. Or, l'information ne connaît pas de frontières et, de fait, exige que les échanges soient fréquents et soutenus avec des acteurs d'autres marchés. Paraphrasant un exemple donné par un de nos répondants, dans la mesure où l'avenir et le succès futur d'une entreprise québécoise en technologies de l'information ou en biotechnologie passent par sa capacité de percer le marché américain, il faut donc avoir des antennes, des liens et des points de contact avec les acteurs américains impliqués dans le secteur et qui ont une connaissance de ce marché. Cependant, ces acteurs partageront de l'information avec nous, seulement dans la mesure où c'est dans leur intérêt, c'est-à-dire si ce geste leur ouvre des opportunités d'investissement. Une autre manière pour un fonds québécois d'acquérir cette expertise serait évidemment d'investir aux États-Unis, mais le risque d'investir sans accompagnement local est relativement élevé. Par conséquent, le concept d'enrichissement

mutuel (*cross-fertilization*) apparaît comme essentiel, c'est-à-dire que les fonds québécois doivent avoir un horizon d'investissement et de contacts qui dépasse les frontières du Québec.

Toujours dans cette optique d'économie de l'information, une autre dimension qui ressort clairement des commentaires de quelques répondants est la nécessité, pour la direction d'une entreprise dans laquelle un fonds investit, d'avoir accès à un bassin d'expertises et de compétences de manière continue. L'élaboration et la mise en œuvre de la stratégie organisationnelle passent donc par une gouvernance (administrateurs et actionnaires) engagée et disponible. En outre, la stratégie retenue sera orientée vers la croissance, et sa mise en œuvre devra être basée sur les meilleures pratiques de gestion, non pas uniquement québécoises ou canadiennes mais bien nord-américaines ou mondiales, car la pérennité de l'entreprise et son potentiel de création de valeur en dépendent.

Opportunités de croissance à l'international

Un second constat qu'il nous apparaît important de souligner est que, dans plusieurs secteurs, la croissance et la pérennité d'une entreprise passent de plus en plus par sa capacité à exporter ou à développer ses affaires à l'international. Dans ce contexte, les expertises et les compétences requises par l'entreprise, et par le fonds détenant le placement, se doivent de soutenir cette stratégie.

À cet égard, quelques répondants soulignent qu'il est important que l'encadrement et le soutien offerts par les investisseurs en capital de risque ou de développement soient basés sur une expertise et des compétences à l'international, lesquelles peuvent évidemment prendre plusieurs formes. En outre, cela peut impliquer, pour un investisseur de capital de risque ou de développement québécois soutenant une société québécoise, de financer un investissement à l'étranger dans la mesure où cet investissement renforce la position concurrentielle et le potentiel de croissance de la société mère québécoise.

Une question d'horizon pour les investisseurs

Enfin, le fait pour un investisseur d'avoir un horizon d'investissement bien arrêté focalise les esprits et les stratégies. Le nombre d'années déterminé peut varier, mais avoir une cible et des objectifs de rendement explicites donnent une discipline qui semble produire des résultats probants, à tout le moins si on se fie aux performances affichées par les fonds d'investissement de capital de développement américains. Cet aspect disciplinaire que l'on retrouve dans les fonds outre-frontière, loin de brimer la croissance et l'emploi, semble plutôt les doper. Il est probablement peu réaliste de transposer tel quel un modèle qui reflète un autre contexte socioéconomique. Toutefois, le modèle québécois est peut-être prêt à faire un pas dans cette direction.

Volet C

Écosystème financier québécois de demain : évolution ou mutation ?

Globalement, ce que nous retenons des entretiens que nous avons menés, et de notre consultation de la documentation disponible, est que l'écosystème financier québécois est, à certains égards, relativement dynamique et caractérisé par une évolution positive. Nous pensons ici au secteur du capital de risque, lequel commence à s'intégrer au capital de risque nord-américain. Toutefois, sur d'autres plans, nous percevons qu'il existe encore de nombreuses opportunités inexploitées qui entraîneraient une sorte de mutation dans le fonctionnement de l'écosystème. À titre d'exemple, les marchés financiers publics (PAPF), qui sont dans la continuité du capital de risque, semblent s'étioler. En outre, si la dimension financière du capital de risque québécois devient de plus en plus internationale, cela semble moins évident lorsqu'on se concentre sur son intégration aux réseaux de connaissance. Cette tension entre évolution et mutation est en quelque sorte le fil conducteur du volet C.

7.1 Constats

La particularité d'un écosystème est qu'il émerge et évolue en fonction des interventions gouvernementales mais également, et surtout, compte tenu des réalités sociales, économiques et institutionnelles et des tendances qui les caractérisent dans le temps. Dans ces conditions, on ne peut parler de « meilleur » ou de « pire » modèle, et il sera difficile d'importer un « modèle » étranger. En outre, l'évaluation de la pertinence et de la justesse de différentes mesures gouvernementales se devra d'être guidée par le contexte ayant mené à l'introduction de ces mesures et par l'impact de celles-ci sur tout l'écosystème. Par conséquent, on pourra parler d'évolution dans un contexte où les tendances actuelles se maintiennent et de mutation si les approches traditionnelles ne répondent plus aux attentes et nécessitent une reconfiguration.

Toutefois, on doit évaluer un écosystème donné dans une perspective de développement économique durable, le potentiel de création de valeur (ou de richesse) à long terme servant alors de critère ultime et intégrateur. À cet égard, le capital humain nous apparaît central. Cette évaluation est essentielle pour l'élaboration de politiques publiques éclairées. Pour commencer, il faut souligner un certain nombre de facteurs qui influencent l'investissement en capital de risque.

Premièrement, tant au Canada qu'aux États-Unis, l'investissement en capital de risque a connu une période prolongée de rendements négatifs ou suboptimaux à la suite du dégonflement de la bulle techno au début des années 2000. Cette sous-performance s'explique partiellement par l'ampleur des sommes investies en capital de risque entre 1995 et 2001 : de fait, aux États-Unis, l'investissement en capital de risque n'a pas encore retrouvé le niveau atteint en 2000. Par contre, cette courbe serait sur le point de s'inverser et, selon certains observateurs, de meilleurs rendements sont à entrevoir pour l'avenir. Ce constat serait conforme à une perspective de cycle

traditionnel dans ce secteur, amplifié certainement par la bulle techno du début des années 2000. Par contre, en contraste avec l'évolution de ce cycle d'investissement, certains observateurs notent (voir Volet A, partie 3.1) des changements structurels dans les pratiques de recherche et développement des grandes entreprises. Ainsi, dans le passé, les grandes entreprises pharmaceutiques ou informatiques avaient tendance à conduire leurs activités de R.-D. dans des laboratoires centralisés à caractère plutôt bureaucratique. Plus récemment, il semble que ces entreprises ont adopté un comportement plus opportuniste, préférant laisser le soin aux entreprises appuyées par l'investissement de capital de risque de conduire les étapes préliminaires de recherche. Si elle se confirme, cette mutation changera la nature du marché de l'investissement en capital de risque à l'échelle nord-américaine, y compris le Québec.

Deuxièmement, outre ces changements dans l'environnement américain, il faut toutefois souligner que la situation en matière de capital de risque, tant au Québec qu'au Canada, a toujours différé sensiblement de celle rencontrée aux États-Unis. Ainsi, le Canada souffre d'un déficit important en matière d'investissement en capital de risque comparativement aux États-Unis : les chiffres de 2014 montrent un investissement global avoisinant 1,9 ou 2,0 milliards de dollars en termes de nouveaux fonds commis au Canada, mais de près de 50 milliards de dollars américains aux États-Unis, soit plus de 25 fois plus (alors que les deux économies affichent un ratio d'environ 11 à 1). En réaction à cette situation, le soutien gouvernemental a toujours été perçu comme essentiel au développement et au maintien d'un secteur d'investissement en capital de risque important au Canada. À titre d'exemple, le gouvernement fédéral s'est doté de la Banque de développement du Canada, laquelle gère un portefeuille important en capital de risque. Au Québec, le gouvernement a appuyé la création et le développement des trois fonds fiscalisés. En outre, le gouvernement a complètement modifié son approche relativement au capital de risque. Ainsi, plutôt que d'investir directement dans des fonds qu'il contrôle, depuis une dizaine d'années, il a plutôt choisi l'option du co-investissement en partenariat avec des investisseurs institutionnels parapublics (p.ex., Caisse de dépôt et placement) et privés. En outre, il a soutenu la création de fonds privés (p.ex., programme FIER). La mise sur pied de Teralys, mandaté pour investir dans des fonds de fonds, illustre bien cette orientation stratégique. Cet appui gouvernemental est lié à l'atteinte d'objectifs économiques nationaux qui dépassent le strict rendement financier. Par contre, aux États-Unis, l'investissement en capital de risque est essentiellement le fruit de l'initiative privée, avec le rendement financier comme seule priorité. De fait, le Canada et le Québec dans leur ensemble font face à des défis additionnels par rapport au modèle américain.

Troisièmement, l'écosystème financier québécois se caractérise par quelques points forts. Ainsi, en matière de capital de risque et de capital de développement, Québec compte des joueurs majeurs contrôlés localement. Toutefois, l'écosystème affiche également un certain nombre de carences ou de faiblesses, notamment en ce qui a trait aux marchés financiers traditionnels. Globalement, on peut avancer qu'une des faiblesses majeures de l'écosystème financier

québécois est tout ce qui touche au marché des valeurs mobilières (actions), qu'il soit coté, dispensé ou en devenir (PAPE, prise de contrôle inversée). Cette faiblesse dans l'écosystème financier québécois interagit possiblement avec la dynamique de l'investissement en capital de risque, rendant plus difficile la réalisation des stratégies de sortie des investisseurs et, par conséquent, affectant le niveau d'investissement à long terme.

Notre démarche nous amène à jeter un nouveau regard sur les cinq questions de notre mandat initial. Nous reprenons maintenant chacune de ces questions. Nos réponses intègrent à la fois l'information que nous avons collectée dans la réalisation de ce projet ainsi que les intuitions exprimées par nos répondants quant à l'écosystème financier québécois. À partir de ces réponses, nous tentons d'anticiper l'avenir de l'écosystème financier québécois, dans une perspective d'évolution ou de mutation.

1. Quels sont les facteurs déterminant le choix du mode de financement retenu par les entrepreneurs (p. ex., objectifs financiers et personnels visés, appétit et tolérance à l'égard du risque, taille de l'entreprise, marché visé) ?

Trois constats émergent de nos entretiens à cet égard qui jettent un éclairage indirect sur le choix des modes de financement des entreprises québécoises. Premièrement, l'actionnariat entrepreneurial au Québec est constitué de deux réalités. D'une part, une génération d'entrepreneurs approchant la retraite, ce qui les rend plutôt conservateurs face à la prise de risques d'affaires et qui font face à des problématiques de relève. Ces entrepreneurs contrôlent actuellement la majorité des entreprises. Ces entrepreneurs ne voudront pas partager le contrôle de l'entreprise, ne seront pas tentés par une introduction en bourse et auront un appétit faible pour le risque. D'autre part, une génération d'entrepreneurs plus jeunes, relativement plus dynamiques, plus ouverts sur le monde et plus tolérants face au risque. En comparaison avec la génération précédente, l'entreprise qu'ils ont fondée et dirigent n'est pas une fin en soi et sa cession pour repartir à neuf dans une autre entreprise est une possibilité. Dans ces conditions, ils seront plus ouverts à partager le contrôle de leur entreprise et auront un appétit plus grand pour la croissance, même s'ils perdent le contrôle de l'entreprise. Aussi, il sera plus fréquent de rencontrer des entrepreneurs en série dans ce groupe.

Deuxièmement, les entrepreneurs qui possèdent la majorité des entreprises ont plutôt une approche d'actionnaire-gestionnaire. En d'autres termes, si eux ou leur famille ne gèrent pas l'entreprise, alors aussi bien vendre. Cette situation contraste avec celle rencontrée dans plusieurs autres pays (p. ex., l'Allemagne ou l'Italie) où des familles contrôlent des entreprises depuis des générations mais n'en assument pas nécessairement la gestion. Ce type d'entrepreneur ne considérera pas un PAPE comme outil de continuité, il aura plutôt tendance à vendre carrément toute l'entreprise à un acheteur stratégique ou financier, souvent étranger. La cession annoncée du Cirque du Soleil à des fonds d'investissement américain et chinois est une illustration de cette

tendance, M. Laliberté ayant préféré vendre le contrôle de l'entreprise plutôt que de la garder sans être impliqué dans la gestion.

Troisièmement, un élément qui était ressorti dans notre première étude et qui ressort également dans celle-ci est l'ambition modérée des entrepreneurs québécois, l'atteinte d'un niveau de confort matériel donné étant l'objectif de plusieurs d'entre eux. La croissance d'une firme demandant du capital, ce type d'entrepreneur sera plutôt enclin à réduire ses ambitions afin de maintenir son train de vie. Par conséquent, cet entrepreneur aura une plus grande aversion au risque et deviendra moins préoccupé par la recherche de capitaux externes.

Globalement, de l'avis de certains, la vigueur du secteur financier d'une société est en relation directe avec le dynamisme des entreprises qui la composent. Par conséquent, on peut voir la disparition d'intermédiaires tels que les banques d'affaires indépendantes ainsi que le ralentissement dans les PAPE comme un reflet partiel des ambitions et de l'attitude des entrepreneurs dans une économie.

D'un point de vue politique publique, il est plutôt difficile de définir un angle d'intervention. En effet, l'État ne peut se substituer au marché et racheter tous les entrepreneurs qui souhaitent vendre, et il ne peut forcer ceux-ci à miser sur la croissance. Par contre, l'État peut mettre en place des mesures favorisant l'entrepreneuriat auprès des jeunes et créer des conditions gagnantes pour ceux-ci.

2. Quelle est la démarche utilisée par les sources de capital pour elles-mêmes lever leurs fonds, cibler leurs investissements, déterminer les montants à financer, effectuer le suivi de ces investissements ?

Le contenu de cette section focalise sur les aspects financiers sous-jacents au marché des capitaux. Certains autres aspects, notamment en ce qui a trait à l'expertise entrepreneuriale des équipes de gestion, les exigences liées à la durée de vie des fonds et le temps nécessaire pour valoriser une entreprise selon les secteurs d'activités sont traités dans d'autres sections.

Collecte de capitaux

Outre les fonds fiscalisés et les investisseurs institutionnels de grande envergure (p. ex., Caisse de dépôt et placement) dont le mode de collecte de fonds est bien documenté (campagne de financement grand public pour les fonds fiscalisés et les contributions des membres de régimes de retraite pour les fonds institutionnels), le capital de risque ou de développement est généralement obtenu par la création de fonds spécifiques à durée de vie prédéterminée qui font par la suite des appels de capital auprès des investisseurs.

Le fait que la plupart des fonds ainsi lancés aient des durées de vie prédéterminées (disons 10 ans) comporte un certain nombre de conséquences. Premièrement, les fonds ne réclameront pas tout de suite tout le capital de la part des investisseurs : les appels en capital se réaliseront de

manière séquentielle en fonction des opportunités d'investissement qui se présenteront. Deuxièmement, les fonds pourraient se retrouver à ne pas investir rapidement la mise de fonds initiale, ce qui représentera alors un coût d'opportunité important pour les investisseurs. Troisièmement, les fonds garderont typiquement des liquidités ou une capacité de lever du capital de la part de leurs investisseurs pour pouvoir soutenir la croissance de certaines des entreprises dans leur portefeuille tout en gardant le contrôle de celle-ci. Quatrièmement, l'horizon temporel arrêté (p. ex., 10 ans) est suffisamment long pour permettre aux gestionnaires d'avoir une perspective à long terme mais suffisamment court pour exercer une pression sur ceux-ci à « performer », les investisseurs devant récupérer leurs billes. Finalement, il y a consensus de la part des intervenants que, dans le domaine du capital de risque, un fonds doit se spécialiser dans un secteur et doit avoir un portefeuille d'une certaine ampleur en termes de diversité des entreprises. La conséquence de ces exigences est qu'un tel fonds devra compter sur des ressources financières assez élevées, le chiffre minimal mentionné étant 250 millions de dollars, particulièrement en sciences de la vie où l'horizon temporel est long et les besoins en capitaux importants.

Une réalité à laquelle se heurtent les fonds fiscalisés est la maturité grandissante de leur actionnariat. En effet, les rachats d'actions par les investisseurs auprès des trois fonds fiscalisés ont presque triplé en cinq ans pour atteindre 658 millions de dollars pour l'exercice terminé en 2014 (2013 pour Desjardins). Cette ponction risque de s'accroître au fur et à mesure que les investisseurs atteindront l'âge de la retraite. En outre, le retrait des crédits d'impôt fédéraux réduit l'attrait potentiel de ces fonds et leur capacité à moyen et à long terme de lever de nouveaux capitaux. Enfin, l'augmentation du coût net de l'investissement dans les fonds fiscalisés occasionnée par la perte des crédits d'impôt a un impact direct sur la rentabilité du placement pour l'investisseur individuel. Ce dernier risque d'avoir tendance à focaliser davantage sur le rendement avant crédits d'impôt, ce qui pourrait amener les fonds à revoir leurs stratégies de placement et à les réorienter vers des investissements moins risqués.

Ces constats soulèvent les questions suivantes. D'une part, il est possible que les sources de fonds d'investissement de capital de risque et de développement traditionnelles (locales) n'aient pas la même capacité financière dans l'avenir. Par conséquent, la question est de savoir qui comblera ce déficit potentiel et quel sera le rôle de l'État dans la résolution de cette lacune potentielle. D'autre part, le Québec, et même le Canada, font face à un défi de « masse critique » en capital de risque. En d'autres termes, est-il réaliste d'envisager que le Canada (et le Québec) puisse compter sur plusieurs fonds de capital de risque spécialisés par secteur avec des capacités d'investissement dépassant 250 millions de dollars, le tout sans une augmentation importante de capitaux en provenance de l'extérieur ?

De notre point de vue, l'État doit considérer ces deux questions de manière intégrée.

Choix et suivi des investissements par les fonds

En termes de choix et de suivi des investissements, les pratiques varient selon la nature de l'investissement (capital de risque ou capital de développement), selon le type d'investisseur et selon la hauteur de la participation (actionnariat minoritaire ou contrôle). À ces égards, les points que nous retenons de nos entretiens et de la documentation relativement aux meilleures pratiques sont les suivants :

- La démarche de recherche d'opportunités d'investissement n'est pas linéaire et repose sur une configuration composée de divers éléments, y compris, entre autres, le démarchage direct auprès d'entrepreneurs, la participation à des colloques et à des conférences, tant au Canada qu'à l'étranger, pour apprécier les tendances et valoriser le potentiel des innovations, les échanges d'information et de contacts entre investisseurs par l'intermédiaire de leur participation dans un fonds.
- Une différence majeure entre le Canada et les États-Unis est que les investisseurs américains peuvent compter sur des gestionnaires ayant de l'expérience dans les entreprises en phase de démarrage et de développement afin de les amener à un niveau critique de taille, de potentiel de croissance et de revenus. Toutefois, la disponibilité de ce type de gestionnaire présuppose l'existence d'un nombre suffisant d'entreprises ayant une certaine taille (actuelle ou potentielle).
- Le suivi du rendement et de la performance des entreprises et des fonds est particulièrement difficile au Canada car il existe peu d'information comparative si on compare à la situation américaine où les flux et les rendements des fonds sont compilés sur une base trimestrielle. Le secteur du capital de risque canadien reconnaît ce problème et a entrepris des démarches afin d'améliorer la qualité des données à la disposition des gestionnaires de fonds quant à la situation du secteur. La qualité des données est essentielle pour le suivi des investissements ainsi que pour la reconnaissance des opportunités.

3. Quelle est l'adéquation entre la demande et l'offre de capitaux au Québec ? Existe-t-il des aspects particuliers liés à l'écosystème québécois ? De quelle manière et dans quelle direction cet écosystème a-t-il évolué au cours des dernières années ? Dans ce contexte, deux sous-questions seront traitées. Premièrement, quelles sont les retombées économiques découlant du type de financement choisi (p. ex., PAPE par opposition à d'autres options) ? Deuxièmement, quel est le rôle joué par les courtiers en valeurs mobilières indépendants dans l'écosystème actuel (comparativement à leur rôle antérieur) ?

Malgré le fait que des données fiables sont difficiles à obtenir sur ces questions, nous pouvons dégager les constats suivants :

- Selon les répondants ayant abordé directement la question, il semble que l'offre de capitaux est suffisante (certains répondants parlant même d'abondance) au Québec et, de

fait, probablement supérieure aux opportunités intéressantes offertes. Toutefois, lorsqu'on s'attarde aux différents stades de développement des entreprises, certains enjeux émergent. Ainsi, quoique l'offre en capital de risque soit importante, il semble qu'il soit néanmoins difficile à obtenir selon le stade de développement de l'entreprise (p.ex., entreprises requérant des capitaux importants > 50 millions de dollars).

- Les particularités les plus importantes de l'écosystème financier québécois sont l'ampleur de la place occupée par des acteurs locaux, les rôles direct et indirect joués par l'État et l'étiollement du marché des valeurs mobilières (marché coté ou dispensé).

En outre, la prudence est de rigueur dans l'évaluation des retombées d'un mode de financement ou d'un autre en termes de création de valeur. En effet, un type de financement auquel une entreprise aura recours reflète l'écosystème ambiant. Ainsi, le recours à un PAPE génère sans aucun doute beaucoup de retombées au moment de l'émission (honoraires versés aux conseillers, aux avocats, aux comptables, etc.) mais entraîne également des coûts importants de conformité et de divulgation une fois l'entreprise cotée, lesquels grèvent la rentabilité de l'entreprise, surtout si la croissance n'est pas au rendez-vous. Par contre, le recours à un financement privé de type capital de développement générera moins de retombées lors de sa conclusion mais entraînera des coûts récurrents plus faibles dans l'avenir pour une entreprise, en plus de lui donner accès rapidement et facilement à du capital d'accompagnement. En d'autres termes, la question n'est pas vraiment de savoir si un mode de financement génère plus ou moins de retombées économiques à court terme comparativement à un autre, mais plutôt d'évaluer quel mode de financement est associé à un plus grand potentiel de création de valeur pour une entreprise à la recherche de capitaux, compte tenu des intérêts et de l'appétit pour le risque de l'entrepreneur.

Enfin, certains répondants, ainsi que des informations recueillies d'autres sources, indiquent que le secteur des courtiers indépendants a presque disparu au Québec, à tout le moins dans le marché des actions. Toutefois, il faut noter que la situation n'est guère meilleure dans le reste du Canada : même si, en apparence, il existe plusieurs centaines de courtiers en dehors des grandes institutions financières, un grand nombre sinon la majorité affichent des pertes ou font face à des difficultés financières. Par conséquent, la survie de ce secteur est un enjeu pour le Canada dans son ensemble. Quoique différentes raisons puissent être avancées pour expliquer cet état de fait, une est partagée par plusieurs et fait valoir que les scandales financiers survenus au Québec avec des entreprises de services financiers indépendantes (p. ex., Norbourg, Norshield) ainsi que la crise financière de 2007-2009 ont contribué à accentuer l'attractivité des grandes institutions financières perçues comme plus sûres. Un autre élément à souligner est le nombre relatif de Québécois ayant un revenu élevé : selon les derniers chiffres de Statistique Canada, plus d'Albertains déclarent un revenu supérieur à 215 700 dollars (seuil retenu par Statistique Canada pour faire partie du 1 %) que de Québécois (près de 60 000 dollars comparativement à 43 000), malgré le fait que la population du Québec soit le double de celle de l'Alberta. Cette tranche de la population est la plus susceptible de considérer des stratégies d'investissement offertes par des courtiers indépendants.

Nous avançons que des phénomènes récents, par exemple l'arrivée du financement participatif (*crowdfunding*), le développement du marché dispensé et la montée en force des fonds de capital de développement (*private equity*) se développeront davantage dans l'avenir. Une conséquence indirecte de ces tendances est que l'État, en tant que participant à l'écosystème financier, verra son rôle s'amenuiser par rapport à sa position dans le marché des sociétés cotées. Ce point nous amène donc à la question suivante sur le rôle de la réglementation.

4. Est-ce que la réglementation et les législations pertinentes facilitent ou entravent le développement de l'écosystème québécois ?

Notre rapport précédent sur les PAPE faisait clairement ressortir les coûts importants de conformité, et découlant de la conformité, liés à une cotation en bourse. Outre les coûts directs (p. ex., coûts liés à l'émission elle-même, coûts afin de maintenir l'inscription en bourse, etc.), il faut aussi tenir compte des coûts indirects (coûts de systèmes liés à l'utilisation du référentiel IFRS, honoraires d'auditeurs et d'avocats additionnels, honoraires des membres du conseil d'une société cotée, etc.). Ces conclusions tiennent toujours et sous-tendent partiellement le peu de recours au PAPE et la non-rationalité économique de procéder à des PAPE de moindre envergure, le coût réel du capital associé à une telle décision étant exorbitant comparativement aux autres options. Toutefois, une fois ce constat mis de l'avant, la résolution de ce problème n'est pas évidente car la protection du public investisseur doit aussi être prise en compte. La possibilité pour des micro-entrepreneurs de recourir au financement par plate-forme de financement de type *crowdfunding* change aussi la donne car ce type de financement est essentiellement non réglementé malgré les risques qu'il comporte pour les investisseurs.

Face à une situation similaire, les États-Unis ont récemment adopté le JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act, 2012), lequel vise à encourager le financement des petites et des moyennes entreprises en éliminant ou en réduisant l'impact de diverses réglementations en matière de valeurs mobilières. Il est relativement tôt pour juger de l'efficacité de cette législation, mais on peut constater un léger rebond dans les PAPE depuis deux ans, à un niveau toutefois bien inférieur à celui vu avant la crise financière.

Les vues exprimées par plusieurs intervenants sont à l'effet que le succès de l'investissement en capital de risque, surtout, et en capital de développement passe par l'adoption d'une perspective globale (internationale) et ouverte sur le monde en termes d'affaires et par la construction d'un réseau de contacts (*network*) dans le reste de l'Amérique du Nord et du monde, le but visé étant d'être intégré au réseau de partage des connaissances. À cet égard, nous notons que les réglementations encadrant les fonds fiscalisés ainsi que celles sous-tendant l'investissement en capital de risque appuyé par les gouvernements canadien et provinciaux comportent des contraintes relativement à la localisation des investissements (p. ex., majorité d'employés au Québec, au Canada). Cependant, certaines de ces contraintes peuvent être levées sur demande (on pense ici aux fonds fiscalisés). En outre, le capital apporté par des co-investisseurs privés

dans des fonds soutenus par le gouvernement ou les fonds fiscalisés sera rarement soumis à de telles contraintes. Ainsi, il semble qu'il existe une flexibilité pour les fonds de capital d'investissement québécois.

À titre d'illustration de l'importance de cette ouverture sur le monde, il a été souvent souligné que le succès d'une entreprise québécoise peut reposer sur l'investissement à l'étranger : qui financera cette expansion à l'étranger ? La flexibilité quant aux contraintes géographiques ouvre donc beaucoup d'opportunités aux fonds d'investissement québécois et leur permet de soutenir davantage la croissance des entreprises québécoises. En outre, cela leur donne un accès privilégié aux réseaux et aux capitaux des fonds américains et autres, souvent une étape préalable à un investissement au Canada par ces derniers. Toutefois, les bénéfices attendus de cette libéralisation comportent également certains risques car ils sont conditionnels à la disponibilité des compétences managériales et scientifiques nécessaires.

5. Est-ce que des modèles d'écosystèmes financiers performants existent et peuvent s'appliquer au contexte québécois ?

Une composante importante de l'écosystème financier québécois a été créée, et s'est développée, sur la base de l'obtention, par les investisseurs, de crédits d'impôt pour les inciter à effectuer des placements/investissements comportant un niveau de risque plus élevé. Un premier exemple a été le régime d'épargne-actions (REA), dans ses différentes versions. Les fonds fiscalisés en constituent un autre exemple. Quoique l'expérience ontarienne ne soit pas directement comparable, un observateur connaissant bien les marchés des deux provinces a souligné que la fin des crédits d'impôt a sonné le glas des fonds de travailleurs en Ontario. À cet égard, la disparition annoncée des crédits d'impôt fédéraux est préoccupante quant à la vigueur future des fonds fiscalisés et à leur capacité à attirer des investisseurs.

Toutefois, pour chaque dollar investi dans un fonds fiscalisé, il semble qu'une proportion importante soit ultimement investie dans des placements relativement moins ou peu risqués. De fait, les fonds ont l'obligation d'investir une proportion importante (65 %) de leur portefeuille en capital de risque et de développement, le solde étant souvent investi dans des titres plus liquides (et moins risqués). Compte tenu de l'ampleur des rachats de capital-actions, les fonds se doivent de garder une proportion importante de leur portefeuille en titres liquides. En outre, pour que les fonds soient en mesure de saisir les opportunités d'investissement lorsqu'elles se présentent, un niveau de liquidités important est aussi requis. Par contre, la question peut être soulevée quant à l'adéquation entre l'ampleur de la contribution fiscale (crédits d'impôt et déductions) et la prise effective de risque en termes d'investissement. En effet, la contribution fiscale se justifie dans la mesure où la prise de risque est conséquente et amène, éventuellement, une création de valeur importante qui générera elle-même des retombées fiscales. Or, pour maintenir leur capitalisation, compte tenu de la montée des rachats et du retrait des crédits d'impôt fédéraux, la pression sera forte pour les fonds fiscalisés de réduire le risque inhérent à leur portefeuille, notamment en

privilégiant certains types d'investissements tels que les dettes subordonnées (par opposition à une participation au capital-actions).

À cet égard, deux initiatives seront à suivre de près au cours des prochaines années. Premièrement, Teralys, né d'un partenariat du gouvernement du Québec, de la Caisse de dépôt et placement du Québec et du Fonds de solidarité FTQ, atteint maintenant près de 1,6 milliard de capitaux engagés, ayant récemment complété le lancement d'un quatrième fonds de 375 millions de dollars dans le cadre de l'initiative fédérale en matière de capital de risque. Deuxièmement, l'initiative fédérale en matière d'investissement en capital de risque est à suivre. Des capitaux de 400 millions de dollars sont disponibles pour investissement dans des fonds de capital de risque et sont administrés par la Banque de développement du Canada pour le compte du gouvernement. Toutefois, pour chaque 1 dollar de fonds fédéraux investi, 2 dollars doivent être investis par d'autres investisseurs. À ce jour, quatre fonds d'envergure ont été créés, le dernier étant HarbourVest Canada Growth Fund, lequel a clôturé son financement le 15 avril 2015 après avoir recueilli 197 millions de dollars.⁴ En outre, les investisseurs autres que le gouvernement du Canada ont priorité pour la sortie du fonds au fur et à mesure que les investissements effectués seront monétisés, ce qui réduit d'autant leur risque et la durée (*duration*) de leur investissement.

L'avantage potentiel des deux approches discutées ci-dessus est que la priorité des directions des fonds de fonds est clairement la génération de rendements intéressants pour leurs investisseurs, sans égard aux crédits d'impôt ou à un rendement net des crédits d'impôt. On peut approuver ou déplorer ce choix, mais il a le mérite de focaliser la gouvernance et la gestion de ces fonds sur des objectifs clairs et précis. Un avantage potentiel est le co-investissement public-privé, les fonds obtenus des gouvernements servant de levier afin de réunir des capitaux de la part de joueurs des secteurs parapublics et privés.

Un élément à retenir de la discussion précédente est que l'écosystème financier québécois s'est développé grâce aux crédits d'impôt et à l'investissement indirect de l'État, notamment en capital de risque, et que les investisseurs s'y sont habitués. Il nous semble aussi évident que l'appui aux fonds fiscalisés par l'État a ultimement amené les Québécois à épargner pour leur retraite. En outre, l'avantage fiscal consenti par l'État a pu enlever initialement une partie de la pression relative à l'atteinte de rendements à court terme et favoriser des investissements en capital de risque. À notre connaissance, en dehors des États-Unis, aucun modèle de capital de risque n'a pu se développer sans un appui quelconque de l'État.

Toutefois, tel que souligné dans notre rapport précédent sur les PAPE, l'écosystème financier ne se construit pas isolément du contexte social, institutionnel et économique. En outre, le rôle de l'État est relativement subtil. À titre d'exemple, les villes de Hong Kong et de Singapour sont clairement reconnues comme étant des centres financiers dynamiques, innovants et d'envergure internationale. Or, si l'État a joué un rôle relativement effacé à Hong Kong, tel n'est pas le cas à

⁴ Il faut noter que HarbourVest Canada Growth Fund fait partie du groupe HarbourVest Partners, un gestionnaire de fonds de capital d'investissement américain avec plus de 30 milliards d'actif sous gestion.

Singapour où l'État a joué un rôle très important et crucial dans le développement de l'infrastructure financière et d'innovation. Cependant, s'il est vrai que Hong Kong et Singapour se sont démarquées quant à l'ampleur de l'appui financier et logistique de l'État dans leur développement économique, elles partagent tout de même quelques attributs fondamentaux. Premièrement, elles font preuve d'une culture ouverte à l'innovation et orientée vers le savoir qui est accompagnée d'une ouverture sur le monde en termes de diversité culturelle, ethnique et linguistique (relativement à leur continent). Deuxièmement, les deux villes ont mis en place des réglementations stables, prévisibles, relativement souples et favorables aux affaires et reconnaissent que le succès en affaires passe par le développement de marchés à l'étranger (p. ex., exportations). Troisièmement, les deux villes ont investi dans leur capital humain et ont développé des infrastructures d'enseignement et de recherche de pointe et ouvertes sur le monde. Quatrièmement, et c'est là où Hong Kong et Singapour se démarquent, Singapour a consacré beaucoup d'efforts et de budgets au développement de l'entrepreneuriat et de l'innovation.

7.2 Recommandations

Nos recommandations s'inscrivent en continuité avec notre précédent rapport et avec l'analyse antérieure. La thématique retenue est triple. Ainsi, nous nous préoccupons de la position concurrentielle et de la vigueur de l'écosystème financier québécois. En outre, nous considérons que la croissance future de l'écosystème financier québécois repose sur l'adoption d'une perspective globale mais néanmoins bien focalisée afin de s'assurer que les coups portent et que l'excellence est visée. Enfin, l'écosystème financier est, en pratique, le reflet du dynamisme sous-jacent de l'économie, notamment en ce qui a trait à l'écosystème du savoir.

Cela nous amène à proposer deux niveaux de recommandations. Ainsi, les trois premières recommandations sont d'ordre plus général et stratégique avec une orientation à long terme. Dans le contexte de ces trois premières recommandations, les trois recommandations suivantes portent sur les moyens que l'État pourrait mettre en œuvre relativement à des enjeux auxquels fait face l'écosystème financier québécois.

Recommandations d'ordre général et stratégique

R1. Adopter une perspective mondiale pour l'écosystème financier québécois

- Revoir la pertinence des restrictions actuelles, imposées notamment aux fonds fiscalisés, quant à la possibilité d'investir hors-Québec.
- Encourager les fonds québécois à co-investir dans des entreprises au Québec avec des fonds hors-Québec.

Un constat fondamental révèle que l'écosystème financier québécois est partie intégrante des écosystèmes financiers canadien, américain et mondial et en partage plusieurs tendances de fond, notamment le fait que la taille d'un fonds d'investissement permet à la fois la diversité et la durabilité de son portefeuille.

À cet égard, il convient de souligner que la création de valeur découlant de la dynamique d'innovation repose sur une ouverture sur le monde tant sur le plan des intrants (p. ex., participation aux réseaux internationaux scientifiques et d'affaires, découvertes scientifiques, diversité et disponibilité des capitaux, diversité et profondeur des expertises tant scientifiques que managériales) que sur le plan des extrants (p. ex., commercialisation). En d'autres termes, dans plusieurs secteurs, une opportunité au Québec doit être vue et analysée à travers le prisme de la réalité et des tendances en dehors du Québec, ce qui implique un accès à l'information à cet égard.

Par conséquent, le but visé par ces recommandations est de renforcer l'ouverture des fonds québécois à s'associer avec d'autres fonds à l'extérieur du Québec pour la réalisation d'investissements au Québec et hors-Québec. Le modèle proposé du fonds de fonds Teralys est d'ailleurs conforme à cette perspective. Ces collaborations rehaussent la qualité de l'information stratégique et de marché disponible, améliorent le potentiel de création de valeur pour les investisseurs québécois et élargissent éventuellement le bassin de capitaux, de marchés et d'expertises accessibles aux entreprises québécoises.

R2. Faciliter la conversion des connaissances vers des applications

- Créer des institutions intermédiaires faisant le pont entre la fonction de recherche scientifique des universités et les entreprises.
- Favoriser l'alignement entre les missions de ces institutions intermédiaires et les intérêts des investisseurs en capital de risque.

Les modèles d'innovation de MaRS (Toronto), de Hong Kong et de Singapour reposent sur une symbiose relativement étroite entre le monde universitaire, le monde financier et le monde de l'entreprise. Malgré la présence de quatre universités d'envergure et de plusieurs écoles spécialisées, Montréal fait néanmoins face à plusieurs défis dans l'atteinte d'une coopération plus étroite entre ces trois mondes. De fait, certains commentaires soulignent le succès modeste connu par les sociétés de valorisation créées par les universités dans les années 1990.

Malgré ses ratés, et possiblement en tirant leçon de ceux-ci, l'exemple de MaRS pourrait être repris et adapté au Québec. Par exemple, dans le secteur biomédical, le démarrage de deux super-hôpitaux de pointe à Montréal devrait être vu comme une opportunité à exploiter à cet égard, d'autant plus que les grandes sociétés pharmaceutiques semblent se désengager de leur modèle de R.-D. traditionnel pour travailler plutôt avec des entreprises soutenues par le capital de risque et focalisées sur des cibles plus précises en termes de produit ou de marché. Évidemment, d'autres secteurs pourraient également être ciblés selon les forces relatives des universités

montréalaises et des entreprises. Toutefois, nous considérons qu'il faut aller au-delà du modèle de grappe sectorielle qui prévaut au Québec depuis plusieurs années.

R3. Adopter une perspective intégrée en matière d'écosystème financier québécois

- Il nous apparaît essentiel que l'État travaille étroitement avec tous les joueurs de l'écosystème financier pour favoriser la mise en œuvre des deux premières recommandations.
- Il faut favoriser une approche mixte, où on peut continuer à appuyer les fonds fiscalisés au moyen de crédits d'impôt, tout en canalisant des ressources vers le capital de risque en concert avec d'autres intervenants.

Recommandations sur les enjeux d'offre et de demande de capitaux

R4. Enjeu : esprit entrepreneurial et développement de gestionnaires

- Offrir un environnement favorable au développement de l'entrepreneuriat, ainsi qu'à l'implantation et à la croissance de nouvelles entreprises.
- Favoriser le développement d'un profil de gestionnaire d'entreprises en émergence.

De notre point de vue, et de l'avis de plusieurs personnes rencontrées, la source du dynamisme d'un écosystème financier repose sur un entrepreneuriat bien équipé, œuvrant dans un environnement qui lui donne les conditions gagnantes pour assurer le développement et la croissance de son entreprise. Le défi ne nous apparaît pas être une question de formation en entrepreneuriat, universitaire ou autre, mais plutôt la possibilité pour les entrepreneurs d'avoir accès à des ressources, à des réseaux et à des expertises qui leur permettront de faire avancer leur entreprise. Un exemple d'une initiative allant dans ce sens est celui de la mise sur pied de MaRS à Toronto. Le défi pour l'État est de formuler et de mettre en œuvre d'autres mesures et initiatives allant dans le même sens et appuyant l'orientation stratégique décrite dans nos premières recommandations. Un point à souligner est que, à notre avis, il ne s'agit pas ici de lancer des mesures ou des initiatives à court terme ou à impact limité, mais plutôt de travailler à bâtir, en collaboration avec les acteurs de l'écosystème financier, une culture québécoise en matière d'entrepreneuriat.

Dans le même ordre d'idées, il faut reconnaître que le développement et la croissance des entreprises impliquent souvent une transition entre l'entrepreneur et un gestionnaire professionnel expérimenté dans le développement des entreprises. Un tel type de gestionnaire est fort courant aux États-Unis et apporte une maturité à l'organisation, en particulier, et à l'écosystème, en général. Or, il semble que l'écosystème financier québécois, et possiblement canadien également, affiche une carence importante à cet égard.

R5. Enjeu : modes et canaux de financement en évolution

- Développer une ouverture aux nouvelles approches de financement.

L'écosystème financier est en constante évolution, de nouveaux modes de financement étant lancés et expérimentés de manière récurrente. Par exemple, les financements par REIT (*real estate investment trust*) connaissent beaucoup de succès dans le reste du Canada mais sont peu courants au Québec. Une situation semblable existe en ce qui a trait aux nouveaux canaux de financement, tel le marché dispensé, lesquels apparaissent et s'implantent partout en Amérique mais peu au Québec.

D'autres changements se pointent à l'horizon, par exemple l'émergence du financement participatif (*crowdfunding*) dont l'importance future est incertaine, mais dont la popularité semble croissante. Le Québec peut intégrer de telles approches dans son écosystème financier, ce qui serait bénéfique à l'entrepreneuriat, un élément cohérent avec la recommandation précédente.

R6. Enjeu : orientation future de la réglementation

- Développer une attitude à la fois prudente et constructive en matière de réglementation.
- Favoriser la cohérence en matière de réglementation.

En ce qui a trait à la cohérence, l'enjeu en matière de réglementation est double. D'une part, une cohérence interne entre les différentes réglementations est souhaitable. D'autre part, une cohérence avec les écosystèmes financiers externes au Québec est perçue par plusieurs comme critique.

Plusieurs facettes de l'écosystème financier, tant québécois que canadien, recèlent actuellement des points de tension relatifs à la réglementation. Ainsi, compte tenu de l'ampleur du marché dispensé ailleurs au Canada, plusieurs jugent la réglementation actuellement en vigueur trop lâche. Par contre, concernant les sociétés cotées et les PAPE, certains avancent que les exigences réglementaires font porter aux entreprises un fardeau financier et administratif qui réduit considérablement l'attrait et la pertinence de ce mode de financement. Ce fait amène d'ailleurs plusieurs entreprises à contourner le PAPE en utilisant la voie de la prise de contrôle inversée d'une entité déjà cotée, procédure jugée beaucoup moins coûteuse et lourde que le PAPE avec prospectus, etc. Par ailleurs, l'émergence du financement participatif (*crowdfunding*) prend les régulateurs par surprise, certains commentateurs et participants soulignant que la réglementation semble s'aligner sur celle du marché dispensé alors que le bassin d'investisseurs visé ressemble beaucoup plus à celui des PAPE, lesquels ont des exigences beaucoup plus sévères.

Références sélectionnées

Références académiques

- Bernnstein, S., J. Lerner, M. Sorensen et P. J. Stromberg, 2010. Private Equity and Industry Performance, *Harvard Business School Working Paper*.
- Carpentier, C., D. Cumming et J.-M. Suret, 2012. The Value of Capital Market Regulation: IPOs versus Reverse Mergers, *Journal of Empirical Legal Studies* 9, 56-91.
- Da Rin, M., T. Hellann et M. Puri, 2015. A Survey of Venture Capital Research, dans *Handbook of the Economics of Finance* 2, 573-648.
- Demaria, C., 2013. Introduction to Private Equity: Venture, Capital, LBO & Turn-Around Capital, *Wiley*.
- Gompers, P., A. Knovner, J. Lerner et D. Scharfstein, 2010. Performance Persistence in Entrepreneurship, *Journal of Financial Economics* 96, 18-32.
- Harris, R., T. Jenkinson et S. Kaplan, 2014. Private Equity Performance: What Do We Know, *Journal of Finance* 69, 1851-1882.
- Jensen, M, 1989. The Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review* 67, 61-74.
- Kaplan, S. et J. Lerner, 2010. It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital, *Journal of Applied Corporate Finance* 22, 1-12.
- Kortum, S. et J. Lerner, 2000. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *Rand Journal of Economics* 31, 674-692.
- Phalippou, L., 2009. Beware of Venturing into Private Equity, *Journal of Economic Perspectives* 23, 147-166.

Références autres (non académiques)

- PwC & FMC, 2011. Pour une démocratisation du financement de nos entreprises.
- Conference Board du Canada, 2013. The Private Equity Experience of Canadian Business.
- Canadian Venture Capital and Private Equity Association, Bulletins divers.
- Industrie Canada, 2013. The Performance of Canadian Firms that Received Venture Capital Financing.
- Investissement Québec. 2015. Rapport annuel.

Annexe 1

Aperçu des personnes rencontrées dans le cadre du projet

	Poste occupé	Secteur	Organisation	Expérience
1	Dirigeant principal	Capital de développement et de risque	Association sectorielle	5 ans
2	Dirigeant	Financements publics	Marché boursier	25 ans
3	Dirigeant principal	Capital de développement et de risque	Fonds d'investissement	25 ans
4	Dirigeant principal	Capital de développement et de risque	Fonds d'investissement	25 ans
5	Dirigeant	Capital de développement et de risque	Fonds d'investissement	5 ans
6	Dirigeant principal	Financements publics	Association sectorielle	20 ans
7	Associé	Financements publics	Cabinet d'avocats	25 ans
8	Dirigeant	Capital de développement et placement privé	Fonds d'investissement	15 ans
9	Dirigeant	Capital de développement et placement boursier	Fonds d'investissement	15 ans
10	Dirigeant principal	Capital de risqué	Fonds d'investissement	15 ans
11	Dirigeant principal	Capital de développement et placement privé	Fonds d'investissement	35 ans
12	Dirigeant principal	Financement - Capital de risque, de transition et de croissance	Institution financière	20 ans
13	Dirigeant	Financement - Capital de risque	Institution financière	20 ans
14	Dirigeant principal	Capital de risque	Fonds de capital de risque	20 ans
15	Dirigeant principal	Capital de développement et de risque	Fonds d'investissement	20 ans
16	Dirigeant principal	Financement	Courtier en valeurs mobilières	25 ans
17	Dirigeant principal	Négociation et financement	Courtier en valeurs mobilières	25 ans

Annexe 2

Grille d'entretien

Une analyse de la période 2003-2012 réalisée dans le cadre d'un projet précédent nous montre que les sociétés québécoises ont peu recours aux capitaux émanant des marchés boursiers, le nombre et l'ampleur des PAPE étant en deçà des attentes quel que soit l'indicateur choisi (p. ex., taille de l'économie). De fait, à part quelques exceptions (Dollarama, BRP), les sociétés québécoises ont à peu près disparu du marché des PAPE depuis la crise 2007-2009. En contrepartie, des données macroéconomiques laissent voir que les entreprises québécoises ont accès à des capitaux de risque et de développement privés dans une proportion plus grande que les entreprises du reste du Canada. Dans ce contexte, nous cherchons à explorer les questions suivantes.

1. Du côté des capitaux privés de risque et de développement, quels sont les acteurs importants au Québec ?
2. Pourquoi les entrepreneurs vont-ils vous voir ? (p. ex., objectifs financiers et personnels visés, appétit et tolérance à l'égard du risque, taille de l'entreprise, marché visé) Ou, est-ce plutôt vous qui allez les voir ?
3. Quels sont les facteurs déterminant le choix de la formule de financement retenue par les entrepreneurs ?
4. De quelle manière levez-vous des fonds, identifiez-vous vos investissements, déterminez-vous les montants à financer et effectuez-vous le suivi de ces investissements ?
5. Quelle est l'adéquation entre la demande et l'offre de capitaux au Québec ? Existe-t-il des aspects particuliers liés à l'écosystème québécois ? De quelle manière et dans quelle direction cet écosystème a-t-il évolué au cours des dernières années ? Premièrement, quelles sont les retombées économiques découlant du type de financement choisi (p. ex., PAPE par opposition aux autres options) ? Deuxièmement, quel est le rôle joué par les courtiers en valeurs mobilières indépendants dans l'écosystème actuel (comparativement à leur rôle antérieur) ?
6. Compte tenu du faible nombre de PAPE, quelles sont les stratégies de sortie que vous envisagez ? Est-ce que la réglementation et les législations pertinentes facilitent ou entravent le développement de l'écosystème québécois ?
7. Est-ce que des modèles d'écosystème financier performants existent et peuvent s'appliquer au contexte québécois ? (Singapour, Israël)

Tableaux et Figures pour le VOLET A

Section 1.1

Tableau 1

Performance du capital-investissement

Vintage	Panel A: Buyout Funds			Panel B: Venture Capital Funds		
	Funds	Average	Weighted Ave.	Funds	Average	Weighted Ave.
IRR						
Sample	598	14.2	15.7	775	16.8	19.3
2000s	411	10.1	11.0	423	-1.0	0.3
1990s	157	17.5	19.3	251	35.2	38.6
1980s	30	15.0	16.7	101	12.8	15.8
Multiples						
Sample	598	2.0	2.0	775	2.3	2.5
2000s	411	1.6	1.5	423	1.0	1.1
1990s	157	2.0	2.1	251	3.6	3.8
1980s	30	2.5	2.8	101	2.3	2.4
PME						
Sample	598	1.2	1.3	775	1.4	1.5
2000s	411	1.3	1.3	423	0.9	1.0
1990s	157	1.3	1.3	251	2.0	2.1
1980s	30	1.0	1.1	101	1.0	1.1

Les résultats sont tirés des Tableaux 2 et 3 de l'étude de Harris *et al.* (2014). Les indicateurs de performance sont indiqués dans le tableau par leurs acronymes anglais.

Tableau 2
Relation entre la taille d'un fonds et la performance

Average Performance by Fund Size Quartile						
	Buyout Funds			Venture Capital Funds		
	Bottom Quartile	Top Quartile	Mean	Bottom Quartile	Top Quartile	Mean
Size cutoffs (\$ Millions)						
1980s	85	425	390	34	90	77
1990s	200	998	782	81	250	191
2000s	284	1530	1420	137	475	358
PME						
Small Funds	0.80	1.37	1.16	0.57	1.08	1.03
2nd Size Quartile	0.90	1.49	1.23	0.61	1.24	1.25
3rd Size Quartile	0.93	1.40	1.21	0.69	1.30	1.34
Large Funds	0.91	1.43	1.19	0.70	1.14	1.18

Ce tableau est basé sur le Tableau 6 de l'étude de Harris *et al.* (2014).

Tableau 3A
Capitaux nouvellement engagés pour les fonds de capital de développement

Vintage	Total Fund Commitments as Estimated by Private Equity Analyst (\$bn)	Commitments to Funds with Performance Data (\$bn)			Funds with Performance Data as a Fraction of Total Fund Commitments		
		Burgiss	Venture	Prequin	Burgiss	Venture	Prequin
			Economics			Economics	
1984	1.8	1.1	1.7	1.2	0.64	0.94	0.68
1985	2.4	1.2	1.3	0.2	0.52	0.55	0.08
1986	6.8	2.0	1.9	1.4	0.29	0.28	0.21
1987	14.7	2.3	13.0	7.1	0.16	0.89	0.49
1988	10.7	2.8	8.7	5.8	0.26	0.82	0.55
1989	11.9	4.3	5.6	4.1	0.37	0.47	0.34
1990	4.8	2.6	2.5	2.1	0.55	0.53	0.43
1991	5.6	2.6	1.6	2.6	0.46	0.28	0.46
1992	8.1	1.6	4.6	6.5	0.19	0.56	0.81
1993	9.9	3.5	9.6	7.7	0.36	0.97	0.78
1994	15.2	6.6	11.3	8.6	0.44	0.75	0.57
1995	22.5	13.2	15.0	12.4	0.59	0.67	0.55
1996	19.7	5.1	10.2	13.1	0.26	0.52	0.67
1997	41.5	21.9	30.7	32.6	0.53	0.74	0.79
1998	61.9	43.6	49.1	44.8	0.70	0.79	0.72
1999	43.4	22.9	30.7	41.5	0.53	0.71	0.96
2000	79.6	42.5	57.6	79.5	0.53	0.72	1.00
2001	51.5	33.0	21.2	19.4	0.64	0.41	0.38
2002	43.1	19.1	8.0	22.6	0.44	0.19	0.52
2003	28.4	17.4	24.9	32.3	0.61	0.88	1.14
2004	57.4	37.2	27.4	29.8	0.65	0.48	0.52
2005	110.8	63.3	48.3	78.2	0.57	0.44	0.71
2006	148.8	124.0	68.2	161.2	0.83	0.46	1.08
2007	244.6	141.1	62.3	135.6	0.58	0.25	0.55
2008	181.0	99.2	45.5	117.3	0.55	0.25	0.65
Total	1225.9	714.2	561.1	867.8	0.58	0.46	0.71
Total 2000-08	945.2	576.8	363.5	676.0	0.61	0.38	0.72
Total 1990-99	232.6	123.7	165.3	172.0	0.53	0.71	0.74
Total 1984-89	48.2	13.7	32.3	19.9	0.29	0.67	0.41

Voir la note pour le Tableau 3B.

Tableau 3B
Capitaux nouvellement engagés pour les fonds de capital de risque

Vintage	Total Fund Commitments as Estimated by Private Equity Analyst (\$bn)	Commitments to Funds with Performance Data (\$bn)			Funds with Performance Data as a Fraction of Total Fund Commitments		
		Burgiss	Venture	Prequin	Burgiss	Venture	Prequin
			Economics			Economics	
1984	3.0	1.2	2.6	1.2	0.41	0.85	0.38
1985	1.8	0.8	1.4	0.6	0.46	0.81	0.34
1986	2.0	0.9	2.8	0.7	0.46	1.40	0.32
1987	3.1	1.2	2.8	1.5	0.39	0.91	0.47
1988	2.1	1.4	2.4	1.4	0.70	1.16	0.67
1989	2.8	2.1	4.2	1.3	0.77	1.52	0.47
1990	1.7	0.8	1.3	1.1	0.51	0.77	0.65
1991	1.4	0.5	1.2	0.9	0.38	0.90	0.67
1992	2.6	1.8	2.4	1.6	0.71	0.95	0.64
1993	2.9	1.5	3.2	2.0	0.52	1.12	0.71
1994	4.2	2.2	4.6	2.4	0.52	1.11	0.58
1995	6.1	2.0	4.9	3.0	0.32	0.80	0.49
1996	7.9	3.0	4.7	5.1	0.38	0.60	0.64
1997	14.3	5.0	9.3	6.9	0.35	0.65	0.48
1998	21.0	9.1	18.3	11.9	0.44	0.87	0.56
1999	48.6	21.5	33.2	23.1	0.44	0.68	0.48
2000	72.1	35.4	50.0	41.8	0.49	0.69	0.58
2001	39.4	18.7	27.3	25.1	0.47	0.69	0.64
2002	10.8	5.0	5.6	8.7	0.47	0.52	0.80
2003	9.2	5.5	4.4	6.7	0.59	0.47	0.73
2004	17.9	7.2	8.1	10.9	0.40	0.45	0.61
2005	25.7	16.1	6.2	15.2	0.63	0.24	0.59
2006	25.1	22.6	19.4	28.4	0.90	0.77	1.13
2007	33.1	23.3	4.6	25.2	0.71	0.14	0.76
2008	24.7	17.2	7.8	22.1	0.69	0.32	0.90
Total	383.3	206.1	232.8	249.8	0.54	0.61	0.65
Total 2000-08	258.0	151.0	133.4	184.1	0.59	0.52	0.71
Total 1990-99	110.6	47.4	83.3	58.1	0.43	0.75	0.53
Total 1984-89	14.7	7.8	16.2	6.6	0.53	1.10	0.45

Tiré de Harris *et al.* (2014). Ce tableau montre les montants de capitaux nouvellement engagés dans les fonds pour chaque année, selon les estimations de *Private Equity Analyst*. *Burgiss*, *Venture Economics* et *Prequin* fournissent quant à eux des données de performance pour un sous-ensemble des fonds. Le tableau montre la taille des fonds (en milliards de dollars) visés par ces bases de données par rapport à la taille totale du marché de chaque année (estimation de *Private Equity Analyst*). Alors que le Tableau 3A se concentre sur les fonds de capital de développement, le panneau 3B vise le capital de risque, en utilisant les classifications fournies par les fournisseurs ou les auteurs. Seuls les fonds de portée géographique nord-américaine sont inclus.

Figure 1A
Rendement des fonds de capital de développement relativement à un investissement équivalent dans l'indice S&P500

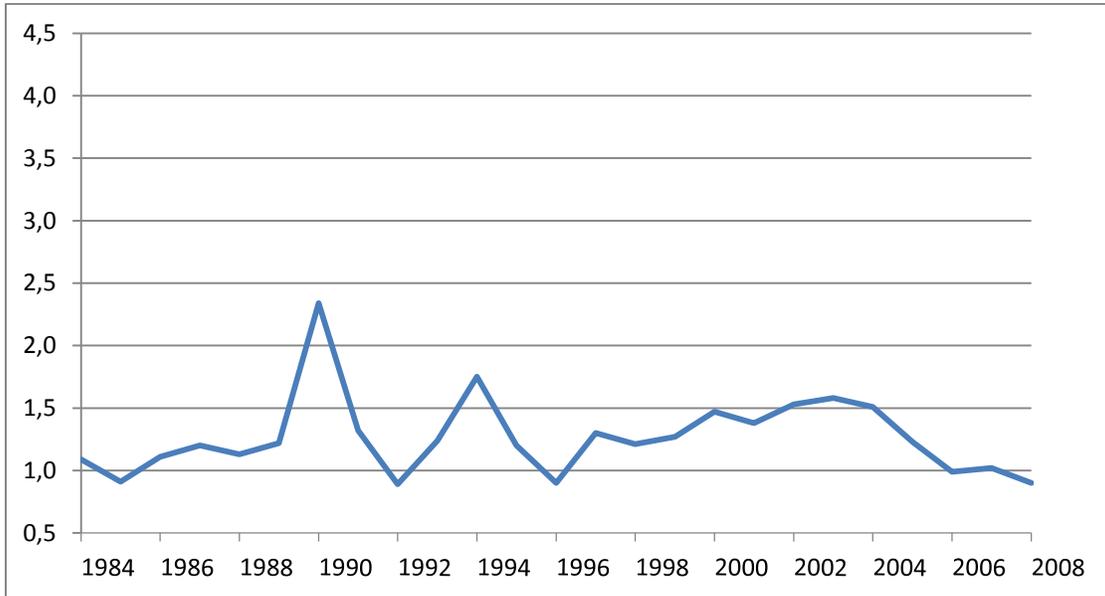
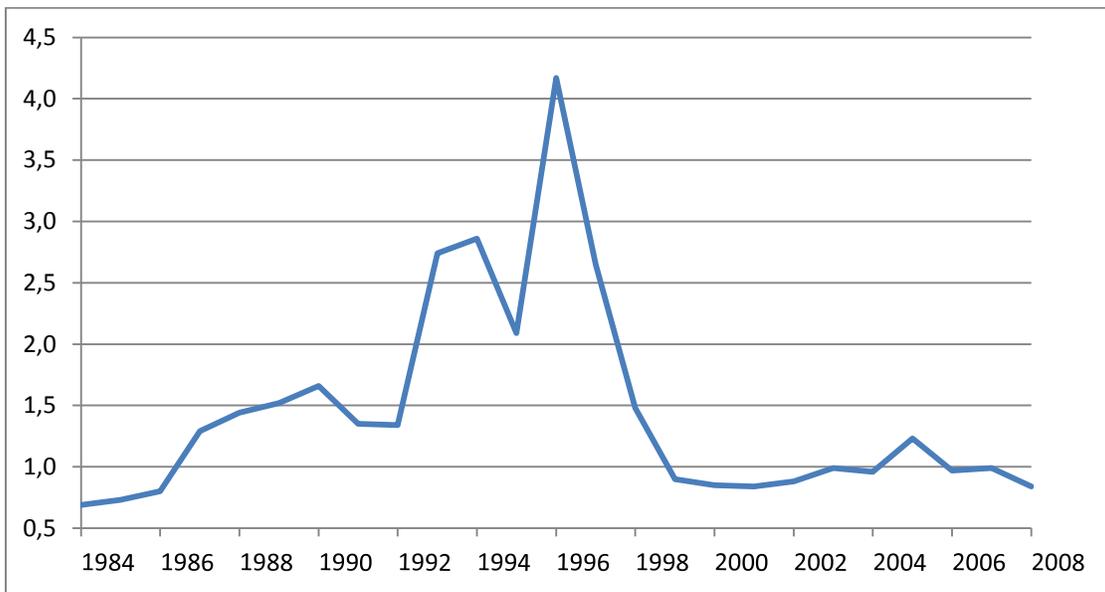


Figure 1B
Rendement des fonds de capital de risque relativement à un investissement équivalent dans l'indice S&P500



Ces figures correspondent à la Figure 1 de l'étude de Harris *et al.* (2014).

Tableaux et Figures pour le VOLET A

Section 1.2

Tableau 4

Acquisitions au Canada et autres déboursés et transactions de capital de développement (divulgués)

	Déboursés (G\$)	N ^{bre} de transactions
2003	5	130
2004	12,6	175
2005	7,9	187
2006	23	226
2007	26,3	247
2008	18	228
2009	5,2	171
2010	6,5*	229
2011	11,9*	302
2012	11,2*	313
2013	10,3*	320*
2014	32,2*	410*

Source : Une partie du tableau est tirée de la publication *The Private Equity Experience of Canadian Business* du Conference Board du Canada (2013). Pour le reste (*), Thomson Reuters Canada (2015), diffusé par Réseau Capital.

Tableau 5

**Acquisitions au Canada et autres déboursés et
transactions de capital de développement (divulgués),
par catégorie de taille, 2014**

Montant de la transaction	N^{bre} de transactions
Plus de 1 milliard de dollars	9
500 millions - 1 milliard de dollars	10
100 millions - 500 millions de dollars	25
10 millions - 100 millions de dollars	75
Moins de 10 millions de dollars	67
Montant non divulgué	110
Total	296

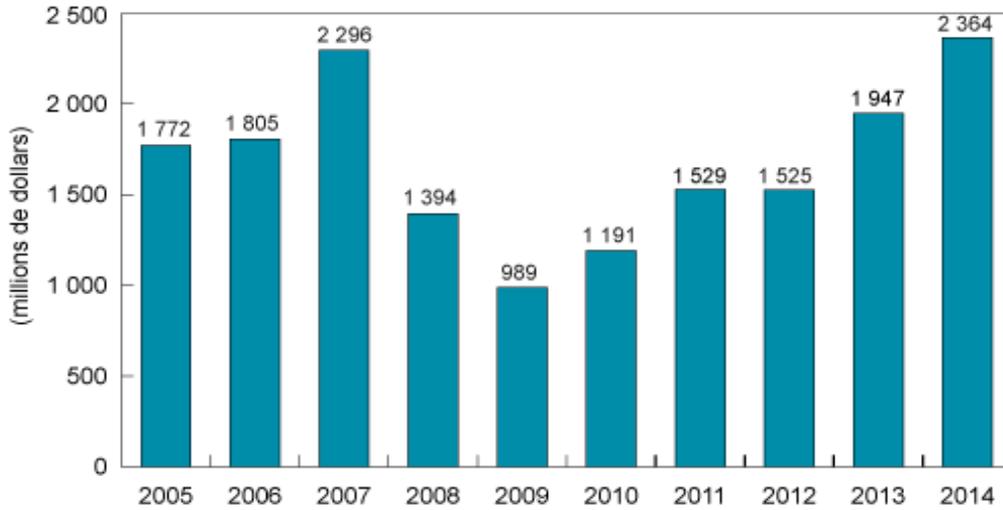
Source : Canadian Venture Capital and Private Equity Association, 2015.

Tableaux et Figures pour le VOLET A

Section 1.3

Figure 2

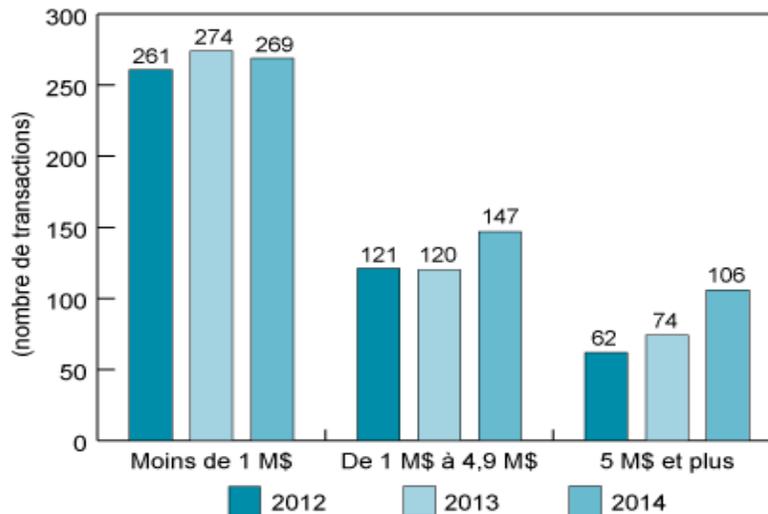
Investissements en capital de risque au Canada par année, de 2005 à 2014



Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

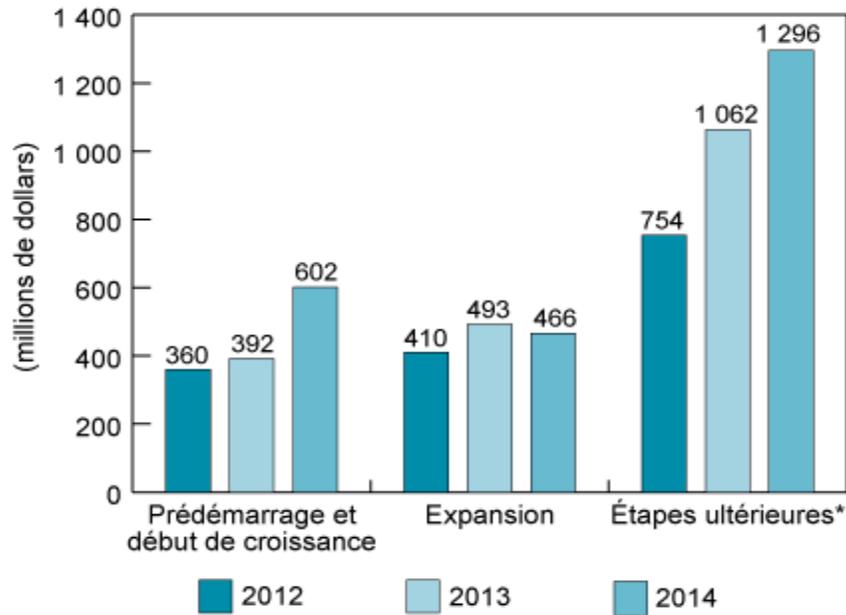
Figure 3

Répartition des investissements en capital de risque au Canada selon la valeur des transactions, de 2012 à 2014



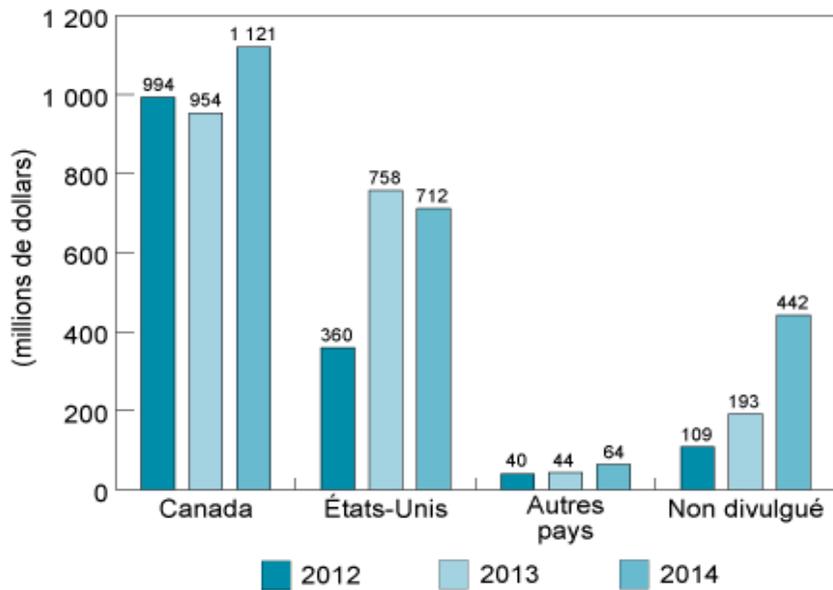
Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

Figure 4
Investissements en capital de risque selon l'étape du développement, de 2012 à 2014



Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

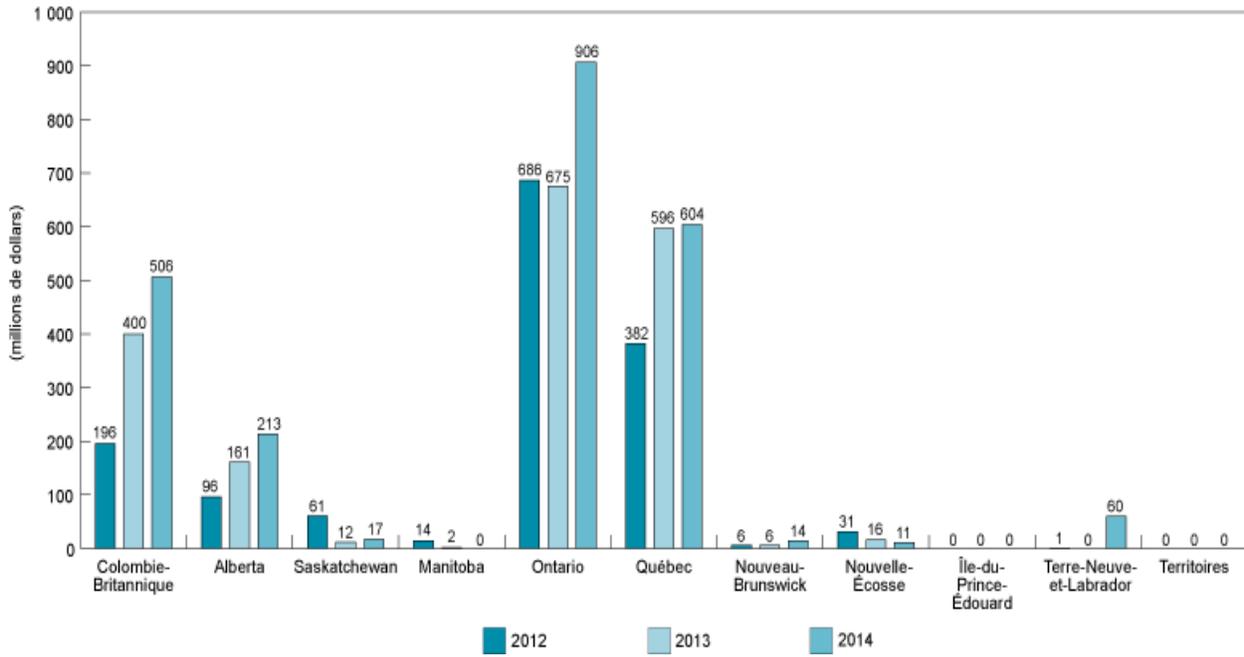
Figure 5
Répartition des investissements en capital de risque selon l'emplacement du fonds, de 2012 à 2014



Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

Figure 6

Répartition régionale des investissements en capital de risque au Canada, de 2012 à 2014



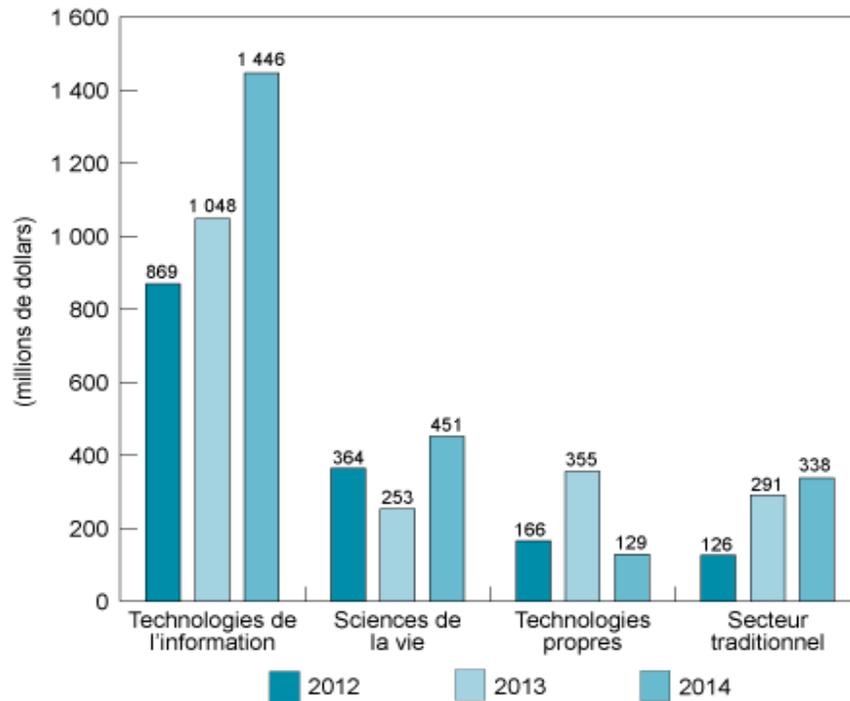
Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

Tableau 6
Nombre d'entreprises recevant du capital de risque, par province, en 2013 et en 2014

Province	2013	2014	Variation en %
Colombie-Britannique	51	60	18
Alberta	26	27	4
Saskatchewan	4	4	0
Manitoba	1	1	0
Ontario	139	142	2
Québec	154	151	-2
Nouveau-Brunswick	14	19	36
Nouvelle-Écosse	12	9	-25
Île-du-Prince-Édouard	0	1	s.o.
Terre-Neuve-et-Labrador	1	2	100
Territoires	s.o.	s.o.	s.o.

Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

Figure 7
Investissements en capital de risque au Canada selon le secteur d'activité, de 2012 à 2014



Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

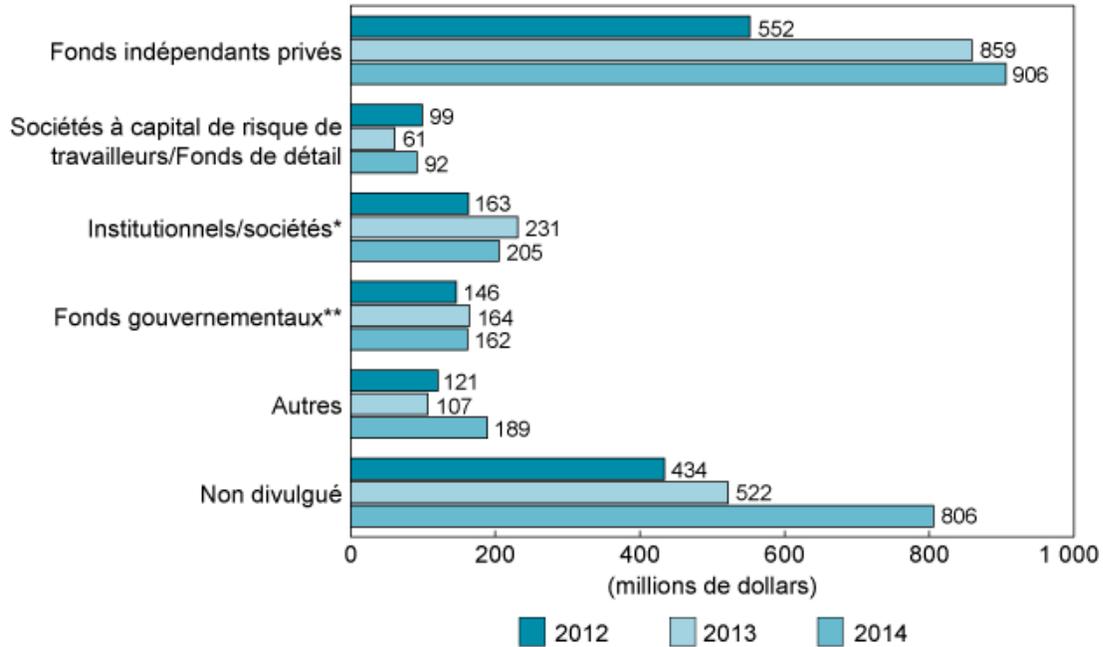
Tableau 7

Performance relative des entreprises canadiennes soutenues par le capital de risque

	Cumulative after 1 year	Cumulative after 3 years	Cumulative after 5 years
Average Revenue Growth			
VC- Backed	53%	94%	107%
Non VC-Backed	29%	37%	40%
Average Sales Growth			
VC- Backed	49%	100%	137%
Non VC-Backed	27%	47%	56%
Average Employment Growth			
VC- Backed	37%	42%	51%
Non VC-Backed	7%	-4%	4%
Average Asset Growth			
VC- Backed	20%	39%	54%
Non VC-Backed	0%	-10%	1%

Source : Industrie Canada, 2013.

Figure 8
Ventilation des investissements en capital de risque
selon le type de fonds de capital de risque



* Inclut les investissements directs par des banques, caisses de retraite, institutions financières, fondations, entreprises.

**Inclut les investissements par des entités telles que la Banque de développement du Canada et les autres agences provinciales.

Source : Thomson Reuters Canada, 2015.

Tableau 8

Synthèse des flux de trésorerie – Fonds fiscalisés (\$)

Fonds	Année	Acquisition d'investissements en capital de développement	Encaissement d'investissements en capital de développement	Gains (pertes) réalisés sur l'investissement	Emissions de capital-actions	Rachat de capital-actions
CSN	2013	- 66 519 572	36 360 812	- 1 569 691	169 784 527	- 64 142 165
	2012	- 125 114 758	43 947 395	- 18 791 652	154 855 333	- 61 177 013
	2011	- 129 349 414	55 147 339	- 7 956 820	149 650 339	- 45 246 817
	2010	- 91 873 270	19 614 245	- 4 643 133	139 729 840	- 33 819 033
	2009	- 70 331 738	29 159 662	- 38 287 227	87 673 775	- 38 180 012
Desjardins	2013	- 131 862 000	107 267 000	- 3 785 000	147 357 000	- 59 075 000
	2012	- 228 044 000	127 434 000	- 54 748 000	149 994 000	- 67 410 000
	2011	- 138 404 000	122 460 000	21 614 000	153 955 000	- 75 962 000
	2010	- 67 559 000	43 666 000	- 34 910 000	180 982 000	- 85 753 000
	2009	- 94 022 000	32 658 000	11 656 000	129 443 000	- 53 273 000
FTQ	2013	- 792 902 000	577 208 000	- 97 213 000	855 107 000	- 534 912 000
	2012	- 1 018 526 000	670 847 000	49 249 000	767 080 000	- 620 177 000
	2011	- 649 431 000	557 469 000	79 708 000	698 534 000	- 466 038 000
	2010	- 642 054 000	356 787 000	65 717 000	660 084 000	- 341 940 000
	2009	- 397 252 000	160 865 000	104 862 000	241 746 000	- 136 661 000
GLOBAL	2013	- 991 283 572	720 835 812	- 102 567 691	1 172 248 527	- 658 129 165
	2012	- 1 371 684 758	842 228 395	- 24 290 652	1 071 929 333	- 748 764 013
	2011	- 917 184 414	490 156 339	93 365 180	1 002 139 339	- 587 246 817
	2010	- 801 486 270	420 067 245	26 163 867	980 795 840	- 461 512 033
	2009	- 561 605 738	222 682 662	78 230 773	458 862 775	- 228 114 012

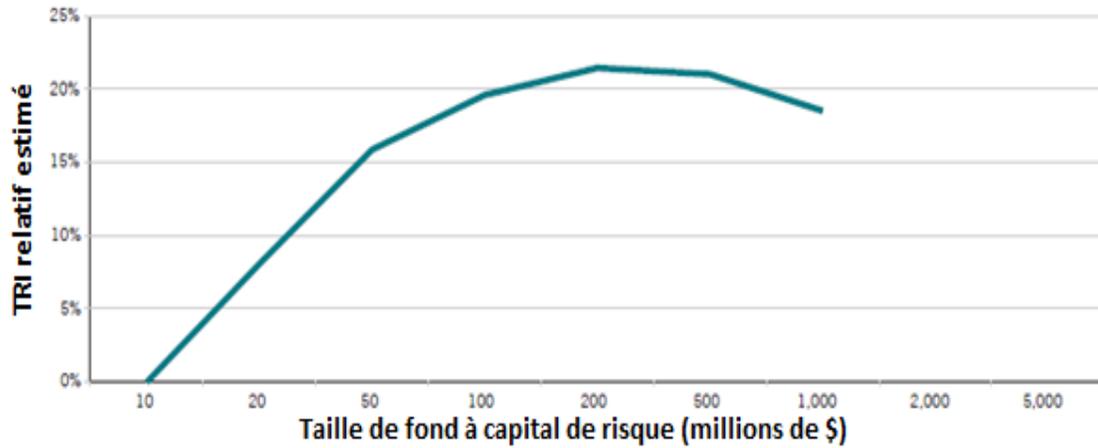
Les données présentées dans ce tableau proviennent des états financiers audités de Fondation CSN, Fonds de solidarité FTQ et Capital régional et coopératif Desjardins, plus particulièrement de l'état des flux de trésorerie.

Tableaux et Figures pour le VOLET A

Section 3.1

Figure 9

Rendement (TRI) par rapport à la taille du fonds de capital de risque



Source : Kaplan, S. et J. Lerner, 2010.

Tableaux et Figures pour le VOLET A

Section 3.2

Tableau 9

Panorama de l'entrepreneuriat (2013)

Rendement entrepreneurial					
1. Cadre réglementaire	2. Situation du marché	3. Accès aux financements	4. Création et diffusion de connaissances	5. Capacités entrepreneuriales	6. Culture
Obstacles administratifs à l'entrée	Droit de la concurrence	Accès à l'emprunt	Investissement dans la recherche et le développement	Formation et expérience des entrepreneurs	Attitude du public à l'égard des risques
Obstacles administratifs à la croissance	Accès aux marchés étrangers	Investisseurs-tuteurs	Partenariats université/industrie	Formation à la gestion d'entreprises et à l'entrepreneuriat (qualifications)	Attitudes à l'égard des entrepreneurs
Réglementation des faillites	Lois antitrust	Accès au capital-risque	Coopération technologique entre les entreprises	Infrastructures entrepreneuriales	Désir de créer une entreprise
Réglementation des produits	Accès aux marchés intérieurs (interprovinciaux)	Accès à d'autres types de fonds propres	Diffusion de la technologie	Immigration	Formation à l'entrepreneuriat (état d'esprit)
Impôts sur les sociétés et le capital	Niveau d'intervention du secteur public	Marchés d'actions	Accès à haut débit		
Système de brevets	Marchés publics				
Réglementation en matière de sécurité, de santé et d'environnement					
Réglementation du marché du travail					
Système judiciaire et juridique					
Sécurité sociale et assurance-maladie					
Impôts sur le revenu; impôts sur le patrimoine/droits de succession					

Source : OCDE, *Panorama de l'entrepreneuriat*, 2013.

Note : Les déterminants dans des boîtes ombragées sont inclus ici, d'autres sections suivront.

Tableau 10
Processus entrepreneurial dans
l'ensemble de la population canadienne
(2010)

	Canada	Alberta/BC	Ontario	Québec
Intention d'entreprendre	11,2 %	16,9 %	11,1 %	6,9 %
Démarches en cours	4,6 %	6,1 %	4,8 %	3,6 %
Propriétaires d'entreprises	10,1 %	13,2 %	11,4 %	5,1 %
Fermeture	6,7 %	8,5 %	6,4 %	5,5 %

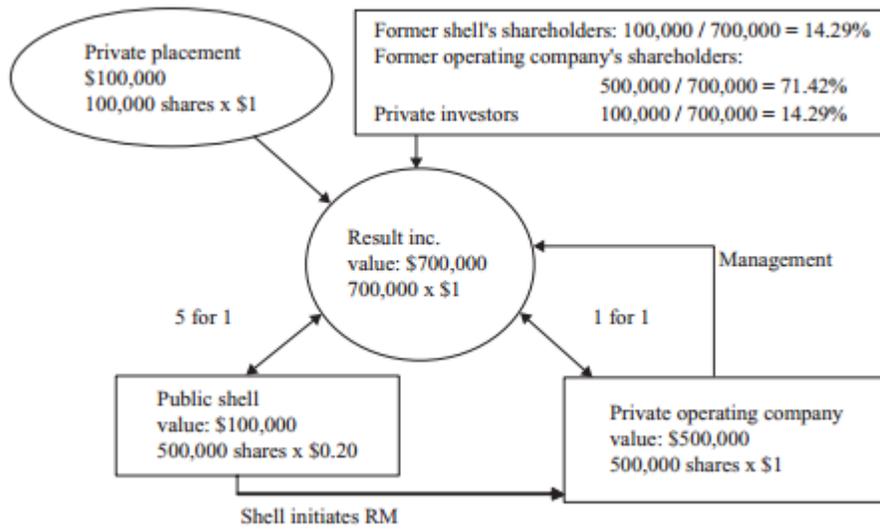
Source : Sondage effectué par PwC, 2011.

Tableaux et Figures pour le VOLET A

Section 3.3

Figure 10

Illustration de la méthode de prise de contrôle inversée





1130, rue Sherbrooke Ouest, bureau 1400, Montréal (Québec) H3A 2M8

Tél. : 514-985-4000 • Téléc. : 514-985-4039

www.cirano.qc.ca • info@cirano.qc.ca